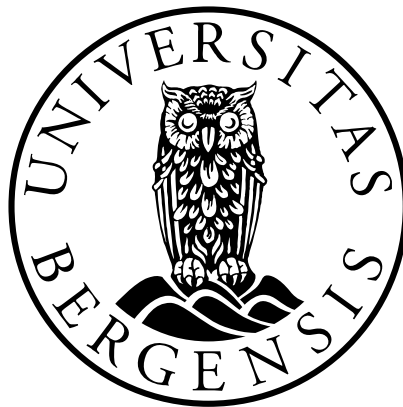


# Aksjens virkelige verdi

*En drøftelse av hvilket verdsettelsesprinsipp som skal legges til grunn for beregningen av løsningssummen ved selskapets utelukkelse av en aksjonær etter § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd*

Kandidatnummer: 95

Antall ord: 14 974



JUS399 Masteroppgave  
Det juridiske fakultet

UNIVERSITETET I BERGEN

1. juni. 2017

# Innholdsfortegnelse

Innholdsfortegnelse .....	1
1 Innledning.....	3
1.1 Tema og problemstilling.....	3
1.2 Temaets aktualitet.....	5
1.3 Avgrensning.....	6
1.4 Videre fremstilling.....	7
2 Kort om aksjeloven § 4-25 .....	8
3 Aksjelovens ulike verdsettelsesprinsipper .....	10
3.1 To ulike tolkningsalternativ .....	10
3.2 Hva innebærer valg av verdsettelsesprinsipp?.....	11
3.2.1 En løsningssum beregnet etter aksjens omsetningsverdi .....	11
3.2.2 Minoritets- og/eller likviditetsrabatt.....	13
3.2.3 Konkrete forhold av betydning for løsningssummens størrelse.....	14
4 Aksjens virkelige verdi.....	17
4.1 Forarbeider.....	17
4.1.1 Kort om aksjelovens forarbeider .....	17
4.1.2 NOU 1996: 3 Ny aksjelovgivning.....	17
4.1.3 Forarbeidenes vekt .....	20
4.1.4 Øvrige holdepunkter i aksjelovens forarbeider .....	22
4.2 Rettspraksis.....	24
4.2.1 Praksis fra lagmannsrettene.....	24
4.2.2 Praksis fra Høyesterett .....	27
4.2.2.1 Bergshav-dommen .....	27
4.2.2.2 Norway Seafoods-dommen .....	28
4.2.2.3 Flesberg-dommen.....	30
4.2.3 Lagmannsrettsavgjørelsene i lys av høyesterettspraksis .....	31
4.3 Reelle hensyn.....	33
4.3.1 Ulike reelle hensyn.....	33
4.3.2 Hensynet til vern av selskapskapitalen.....	34
4.3.3 Minoritetshensynet .....	35
4.3.4 Betydningen av subjektiv skyld .....	37

4.3.5	Hensynet til å forhindre misbruk av retten til å utelukke en aksjonær.....	40
4.3.6	Forholdet til aksjelovens øvrige bestemmelser .....	43
4.3.6.1	Forholdet til aksjelovens hovedregel.....	43
4.3.6.2	Betydningen av aksjelovens øvrige innløsningsbestemmelser .....	43
4.3.6.3	Andre former for verdsettelse som benytter begrepet virkelig verdi .....	44
4.3.6.4	Forholdet til selskapsloven.....	45
4.3.6.5	Sammenhengen mellom aksjelovens innløsningsbestemmelser .....	46
4.4	Avsluttende kommentar.....	47
5	Kilder.....	49
5.1	Lover.....	49
5.2	Forarbeider.....	49
5.3	Praksis.....	49
5.3.1	Høyesterettspraksis.....	49
5.3.2	Lagmannsrettspraksis .....	50
5.4	Litteratur .....	50
5.4.1	Bøker .....	50
5.4.2	Artikler .....	51

# 1 Innledning

## 1.1 Tema og problemstilling

Tema for oppgaven er hvordan løsningssummen skal beregnes ved utløsning av en aksjonær<sup>1</sup>, jf. lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (aksjeloven) § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd. I denne oppgaven vil lovens ordlyd «utløsning» erstattes med begrepet «utelukkelse» slik som også flere juridiske forfattere.<sup>2</sup>

En aksje representerer en eierandel i et aksjeselskap.<sup>3</sup> Utgangspunktet i et aksjeselskap er at endringer på eiersiden skal skje ved at aksjonæren overdrar sine aksjer, jf. aksjeloven § 4-15 første ledd. Videre er hovedregelen at erverv av aksjer må godkjennes av selskapets styre, samt at øvrige aksjonærer kan utøve forkjøpsrett, jf. aksjeloven § 4-15 andre og tredje ledd.

Dersom ikke annet er fastsatt i vedtektene er hovedformålet med opprettelse av et aksjeselskap å oppnå en økonomisk vinning, jf. aksjeloven § 1-1 tredje ledd nr. 2. Aksjonæren kan oppnå en økonomisk vinning gjennom utdeling av utbytte, eller ved å oppgi sin eierposisjon og derved motta en salgssum eller et innløsningsvederlag.<sup>4</sup>

Overdragelse av aksjer kan blant annet skje ved slag, gave eller arv.<sup>5</sup> Ved salg av aksjer, vil størrelsen på vederlaget reflektere det markedet er villig til å betale for aksjeposten. Hvilken pris aksjonæren oppnår ved salg avhenger av mange forhold. Størrelsen på aksjeposten, samt aksjepostens likviditet vil være eksempler på slike forhold. I et selskap med begrenset likviditet i aksjen vil markedet normalt være villig til å betale mer for en kontrollerende aksjepost, enn en minoritetspost.<sup>6</sup> At slike forhold påvirker markedsprisen ved et eventuelt aksjesalg må aksjonæren selv bære risikoen for.

I mindre selskap med få aksjonærer hvor alle aktivt tar del i driften av selskapet, kan det oppstå konflikter. Slike konflikter kan stanse selskapets utvikling, og potensielt medføre et

---

<sup>1</sup> Aksjonær er synonymt med aksjelovens begrep «aksjeeier».

<sup>2</sup> Tore Bråthen, *Selskapsrett*, 4. utgave, Oslo 2013 s. 110, Magnus Aarbakke mfl., *Aksjeloven og allmennaksjeloven*, 3. utgave, Oslo 2012 s. 300, Mads Henry Andenæs, *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*, 2. utgave, Oslo 2006 s. 259.

<sup>3</sup> Geir Woxholth, *Selskapsrett*, 5. utgave, Oslo 2014 s. 29

<sup>4</sup> *Ibid.* s. 241

<sup>5</sup> Andenæs s. 156

<sup>6</sup> Knut Boye, «Rabatt ved omsetning av aksjer i ikke-børsnoterte selskaper», *Praktisk økonomi og finans*, 2007, s. 79-83 (s.82)

økonomisk tap for selskapet.<sup>7</sup> For aksjonærene kan konflikten føre til manglende utbytte, eller vanskeligheter med å selge sin aksje. Konflikten som har oppstått kan skyldes handlinger eller unnlatelse fra av en eller flere av selskapets aksjonærer. I slike situasjoner er utgangspunktet at selskapet ikke kan løse konflikten ved å tvinge en aksjonær ut av selskapet, jf. aksjeloven § 5-20 første ledd nr. 3, jf. andre ledd.<sup>8</sup> Dette kan resultere i fastlåste konflikter i selskapet.

Aksjeloven § 4-25 gir selskapet en mulighet til å fremme krav for domstolen om utelukkelse av en aksjonær. Denne bestemmelsen gir dermed selskapet en mulighet til å løse fastlåste konflikter som potensielt kan påføre selskapet store tap. Spørsmålet om hvordan løsningssummen skal beregnes er først aktuell når selskapet har fått medhold i krav om utelukkelse.

Ved utelukkelse av en aksjonær er aksjene som innløses ikke gjenstand for frivillig overdragelse. Det følger gjennom henvisningen i aksjeloven § 4-25 tredje ledd, til § 4-24, at løsningssummen skal fastsettes etter aksjens «virkelige verdi», jf. aksjeloven § 4-17 femte ledd. Problemstillingen i denne oppgaven er hvordan aksjens «virkelige verdi» skal forstås når selskapet krever en aksjonær utelukket, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd. Som det vil fremgå av kapittel 3.1 gir ordlyden uttrykk for to ulike tolkningsalternativer, henholdsvis aksjens omsetningsverdi eller aksjens andel av selskapets underliggende verdier. De to ulike tolkningsalternativene er to ulike verdsettelsesprinsipper. I denne oppgaven defineres verdsettelsesprinsipp som en rettsregel som beskriver hvordan man skal finne frem til den økonomiske verdien av en eiendel.<sup>9</sup>

Ettersom aksjelovens hovedregel er at endringer på eiersiden skjer ved frivillig overdragelse, hvor vederlaget reflekterer det markedet er villig til å betale, taler dette for at løsningssummen ved utelukkelse skal fastsettes i samsvar med aksjens markedsverdi. Som det vil fremgå av oppgaven er det mange forhold som påvirker markedsprisen i negativ retning når selskapet fremmer krav om utelukkelse av en aksjonær.<sup>10</sup> Dette medfører at en løsningssum beregnet med utgangspunkt i markedsverdien ikke alltid vil utgjøre et rimelig vederlag for aksjene.

---

<sup>7</sup> NOU 1996: 3, Ny aksjelovgivning s. 76

<sup>8</sup> Se også Andenæs s. 259

<sup>9</sup> Audun Nedrelid «Aksjerettslige verdsettelsesprinsipper – en oversikt», *Tidsskrift for forretningsjus*, 2015 s. 179-213 (s.180)

<sup>10</sup> Se kapittel 3.2

## 1.2 Temaets aktualitet

Hvilket verdsettelsesprinsipp som skal legges til grunn for beregningen av løsningssummen ved utelukkelse av en aksjonær, har ikke vært behandlet i Høyesterett.

I teorien har det vært drøftet om valg av verdsettelsesprinsipp ved utelukkelse av en aksjonær ble avklart i Høyesteretts dom inntatt i Rt. 2007 s. 1392 (Flesberg-dommen). I denne dommen var spørsmålet hvordan aksjens «virkelige verdi» skulle forstås når aksjonæren krevde innløsning av sine aksjer som følge av at styret nektet å gi samtykke til en aksjeoverdragelse, jf. aksjeloven § 4-17 første ledd nr. 4, jf. femte ledd. Førstvoterende konkluderte i denne dommen med at virkelig verdi måtte forstås som aksjens omsetningsverdi.<sup>11</sup> Flere juridiske forfattere har argumentert for at vilkåret aksjens «virkelige verdi» ble avklart i Flesberg-dommen for alle tilfeller av innløsning, der løsningssummen skal beregnes med utgangspunkt i § 4-17 femte ledd.<sup>12</sup>

I lys av Høyesteretts dom inntatt i Rt. 2003 s. 713 (Norway Seafoods-dommen) har imidlertid andre forfattere hevdet at det lovbestemte vilkåret virkelig verdi ikke kan anses som endelig avklart ved Flesberg-dommen.<sup>13</sup> I Norway Seafoods-dommen var spørsmålet hvordan løsningssummen skulle beregnes ved morselskapets tvangsinnløsning av en minoritetspost i datterselskapet jf. allmennaksjeloven § 4-25. Løsningssummen skulle i dette tilfellet ikke fastsettes etter aksjens «virkelige verdi», jf. aksjeloven § 4-17 femte ledd. Konklusjonen i denne dommen var at løsningssummen skulle beregnes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier.<sup>14</sup>

Ved Høyesteretts dom inntatt i HR-2016-1439-A (Bergshav-dommen) har spørsmålet om valg av verdsettelsesprinsipp ved utelukkelse av en aksjonær fått fornyet aktualitet. I Bergshav-dommen var spørsmålet hvordan aksjens «virkelige verdi» skulle forstås når en aksjonær krevde sine aksjer innløst på bakgrunn av myndighetsmisbruk, jf. aksjeloven § 4-24 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd. Førstvoterende la i Bergshav-dommen ikke til grunn Flesberg-

---

<sup>11</sup> Rt. 2007 s. 1392 (avsnitt 41)

<sup>12</sup> Ulf Larsen, «Fastsettelse av vederlaget ved innløsning av aksjer», *Tidsskrift for forretningsjus*, 2007 s. 270-295 (s. 295), Aarbakke mfl. s. 273

<sup>13</sup> Filip Truyen, «Vederlaget ved innløsning av aksjer. Hvor langt rekker Flesberg-dommen?», *Nordisk tidsskrift for selskabsret*, 2008 s. 62-70 (s. 68), Tore Bråthen, *Styremedlem og aksjonær*, 2. utgave, Bergen 2009 s. 226.

<sup>14</sup> Rt. 2003 s. 713 (avsnitt 74)

dommens tolkningen av vilkåret virkelig verdi, men konkluderte med at virkelig verdi måtte forstås som selskapets underliggende verdi i tråd med Norway Seafoods-dommen.<sup>15</sup>

Hvilket verdsettelsesprinsipp som er utgangspunktet for beregningen av løsningssummen ved utelukkelse av en aksjonær er derfor uavklart. Dette er bakgrunnen for at aksjens «virkelige verdi» drøftes i denne oppgaven, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

## 1.3 Avgrensning

Aksjeloven § 4-25 har ingen tilsvarende bestemmelse i lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven). Allmennaksjeloven regulerer i første rekke rettsforholdet mellom større selskaper med større eierkrets der aksjene som et utgangspunkt er fritt omsettelige. Behovet for en tilsvarende utelukkelsesadgang gjør seg derfor ikke i samme grad gjeldende for allmennaksjeselskaper. Problemstillingen er av den grunn ikke aktuell i forhold til allmennaksjeloven.

Aksjens virkelige verdi kan også fastsettes gjennom selskapets vedtekter. I disse tilfellene vil vedtektene være retningsgivende for beregningen av løsningssummen. Hvordan uttrykket virkelig verdi skal forstås i selskapets vedtekter, beror på alminnelige avtalerettslige tolkningsprinsipper. I tillegg kan slike vedtektsbestemmelser revideres eller kjønnnes ugyldig etter lov 31. mai 1918 om avslutning av avtaler, om fuldmagt og om ugyldige viljeserklæringer (avtaleloven) § 36.<sup>16</sup> Forståelsen av virkelig verdi fastsatt gjennom selskapets vedtekter, samt spørsmålet om hvorvidt vedtektsbestemmelsen skal revideres eller kjønnnes ugyldig, faller utenfor denne oppgaven.

I tillegg kan aksjens virkelige verdi fastsettes i en aksjonæraftale. Denne vil kun ha virkning mellom partene, og forståelsen av avtalen beror på alminnelige tolkningsprinsipper. En slik avtale vil følgelig ikke ha selskaperettslig virkning.<sup>17</sup> Oppgaven avgrenses mot de tilfeller hvor det foreligger slike aksjonæraftaler.

Ut over det som følger av oppgavens kapittel 2, behandles ikke de materielle vilkårene for utelukkelse. De materielle vilkårene vil kun bli berørt dersom det er av betydning for tolkningen av virkelig verdi.

---

<sup>15</sup> HR-2016-1439-A (avsnitt 165)

<sup>16</sup> Andenæs s. 203

<sup>17</sup> Woxholth s. 105

## 1.4 Videre fremstilling

Videre i oppgaven vil de ulike rettskildene av betydning for tolkningen av virkelig verdi drøftes.

Som presentert skal løsningssummen beregnes etter aksjens «virkelige verdi» ved utelukkelsen, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd. I kapittel 3 vil ordlyden i aksjeloven § 4-17 femte ledd behandles. Det vil her redegjøres for de to ulike verdsettelsesprinsippene ordlyden gir uttrykk for. I kapittel 3.2 vil det redegjøres for hvilken praktisk betydning valg av verdsettelsesprinsipp har for løsningssummens størrelse ved utelukkelse av en aksjonær.

I kapittel 4 vil de øvrige rettskilder drøftes. Forarbeidenes betydning for valg av verdsettelsesprinsipp vil bli behandlet i oppgavens kapittel 4.1.

Høyesterett har ikke tatt stilling til hvordan virkelig verdi skal forstås når aksjonæren utelukkes. Lagmannsrettene har imidlertid tatt stilling til dette spørsmålet i RG 2008 s. 752 (Øyo-dommen) og LB-2008-80764-2. Disse dommene vil bli behandlet i oppgavens kapittel 4.2.1.

Det foreligger tre høyesterettsavgjørelser hvor valg av verdsettelsesprinsipp har blitt drøftet, henholdsvis Norway Seafoods-, Flesberg-, og Bergshav-dommen. Disse tre dommene har drøftet valg av verdsettelsesprinsipp for andre innløsningssituasjoner, enn aksjeloven § 4-25. Hvilken betydning Norway Seafoods-, Flesberg-, og Bergshav-dommen har for tolkningen av virkelig verdi vil bli behandlet i kapittel 4.2.2. Tilslutt vil lagmannsrettenes avgjørelser drøftes i lys av de tre høyesterettsdommene i kapittel 4.2.3.

Som den videre oppgaven vil vise gir ikke ordlyden klare føringer på om aksjens omsetningsverdi eller selskapets underliggende verdi skal legges til grunn for beregningen av løsningssummen. Reelle hensyn vil derfor kunne være av stor betydning for valg av verdsettelsesprinsipp. De ulike hensynene vil bli drøftet i oppgavens kapittel 4.3.

I kapittel 4.4 fremgår konklusjonen på oppgavens problemstilling.



## 2 Kort om aksjeloven § 4-25

Aksjeloven § 4-25 ble innført med revisjonen av aksjelovgivningen i 1997, og har derfor ingen direkte parallell i lov 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper.<sup>18</sup> I dette kapittelet vil det kort redegjøres for bakgrunnen for innføringen av aksjeloven § 4-25, samt de materielle vilkårene for utelukkelse av en aksjonær. Denne korte presentasjonen vil danne bakteppet for den videre drøftelsen av hvilket verdsettelsesprinsipp som skal legges til grunn for beregningen av løsningssummen.

Aksjelovens hovedregel om at erverv av aksjer må godkjennes av selskapets styre, samt at øvrige aksjonærer kan utøve forkjøpsrett, ble innført ved aksjelovrevisjonen i 1997. Da disse omsetningsbegrensningene ble innført, medførte dette at det kunne oppstå situasjoner hvor det ble praktisk vanskelig for aksjonæren å komme seg ut av selskapet mot et rimelig vederlag.<sup>19</sup>

At det er praktisk vanskelig å forlate selskapet mot et rimelig vederlag, kan sammenlignes med selskapsdeltakerens posisjon i et ansvarlig selskap.<sup>20</sup> I et ansvarlig selskap er selskapsandelen som et utgangspunkt uoverdragelig, jf. lov 21. juni 1985 nr. 83 om ansvarlig selskaper og kommandittselskaper (selskapsloven) § 2-28. I likhet med selskapslovens bestemmelser om uttreden og utelukkelse ble det derfor innført en rett for aksjonæren til å innløse sine aksjer, samt en rett for selskapet til å utelukke en aksjonær i medhold av aksjeloven § 4-25.<sup>21</sup> Selskapslovens parallelle bestemmelse til aksjeloven § 4-25 er selskapsloven § 2-36. Dette innebærer at rettskilder av betydning for selskapsdeltakerens vederlag ved utelukkelsen, kan være av betydning for valg av verdsettelsesprinsipp ved utelukkelse av en aksjonær.

Etter aksjeloven § 4-25 kan selskapet for det første fremme krav om utelukkelse dersom en aksjonær ved «mislighold har krenket selskapsforholdet vesentlig», jf. første ledd nr. 1. Av ordlyden følger det at aksjonæren kan utelukkes på bakgrunn av egen klanderverdig opptreden. I LB-2008-80764-2 fikk selskapet medhold i kravet om utelukkelse på bakgrunn av at aksjonæren på urettmessig måte forsøkt å få utbetalt penger fra selskapet.

---

<sup>18</sup> Aarbakke mfl. s. 300

<sup>19</sup> NOU 1996: 3 s. 75

<sup>20</sup> *Ibid.*

<sup>21</sup> *Ibid.*

Videre kan selskapet kreve en aksjonær utelukket dersom det har oppstått «et alvorlig og varig motsetningsforhold mellom aksjeeieren og andre aksjeeiere i selskapet vedrørende driften av selskapet, eller det foreligger andre tungtveiende grunner som tilsier at aksjeeieren utløses», jf. aksjeloven § 4-25 første ledd nr. 2. Motsetningsforhold vedrørende selskapets videre investeringer eller selskapets utbyttepolitikk vil typisk falle inn under bestemmelsens første alternativ.<sup>22</sup> Etter andre alternativ, «tungtveiende grunner», kan straffbare handlinger, slik som underslag og utroskap begrunne et utelukkelseskrav.<sup>23</sup>

Det er generalforsamlingen etter forslag fra styret som treffer beslutningen om at selskapet skal fremme krav for retten om utelukkelse av en aksjonær, jf. aksjeloven § 4-25 andre ledd. Vedtak i generalforsamlingen om utelukkelse av en aksjonær treffes med alminnelig flertall, jf. aksjeloven § 5-17 første ledd.

Dersom retten gir selskapet medhold i kravet om utelukkelse, skal utelukkelsen gjennomføres ved at aksjene slettes etter reglene om nedsetting av aksjekapitalen. Aksjene kan også overtas av selskapet uten sletting og kapitalnedsetting, dersom vederlaget som skal ytes for aksjene ligger innenfor rammen av de midler selskapet kan benytte til utdeling av utbytte etter § 8-1, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-24 fjerde ledd.

Til slutt følger det at kravet om utelukkelse ikke kan tas til følge dersom aksjonæren er villig til å overdra aksjene til en annen som selskapet utpeker mot et vederlag som minst svarer til løsningssummen, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, andre punktum

---

<sup>22</sup> Se f.eks. RG 2008 s. 752

<sup>23</sup> Aarbakke mfl. s. 301

### 3 Aksjelovens ulike verdsettelsesprinsipper

Løsningssummen skal ved selskapets krav om utelukkelse av en aksjonær fastsettes etter aksjens «virkelige verdi», jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

I det videre vil ordlyden i aksjeloven § 4-17 drøftes. I kapittel 3.2 vil det redegjøres for hvilken praktisk betydning valg av verdsettelsesprinsipp har for løsningssummens størrelse.

#### 3.1 To ulike tolkningsalternativ

Vilkåret aksjens «virkelige verdi» er ikke legaldefinert i aksjeloven, jf. § 4-17 femte ledd. Ordlyden kan tolkes på flere måter.

For det første kan ordlyden av virkelig verdi forstås som at det er «aksjens» virkelige verdi som skal verdsettes, og ikke selskapets. «Aksjens virkelige verdi» viser til at det er verdien av den konkrete aksjeposten som er avgjørende for beregningen av løsningssummen. Aksjens virkelige verdi vil da være det beløpet kjøper er villig til å betale, dvs. aksjens omsetningsverdi i markedet.

Ordlyden av virkelig verdi kan også forstås som at det er aksjens andel av selskapets underliggende verdi som er den avgjørende verdsettelsesnormen. Som beskrevet i kapittel 1.1 er en aksje en eierandel i et aksjeselskap. En aksje representerer derfor en andel av selskapets underliggende verdi. Når aksjeloven § 4-17 femte ledd fastsetter at løsningssummen skal fastsettes etter aksjens «virkelige» verdi, kan dette forstås som at det er aksjens reelle verdi, altså aksjens andel av selskapets underliggende verdier, som skal legges til grunn.<sup>24</sup>

Hva som er selskapets underliggende verdier følger ikke av ordlyden. De to ulike verdsettelsesprinsippene har vært behandlet i en rekke avgjørelser, blant annet Bergshav-dommen.<sup>25</sup> Hvilke prinsipper som ligger til grunn for beregningen av aksjens omsetningsverdi og selskapets underliggende verdi er lik for alle innløsningssituasjonene.<sup>26</sup> Bergshav-dommen gir derfor uttrykk for generelle prinsipper. Av den grunn kan Bergshav-dommen bidra til å avklare hva som er selskapets underliggende verdi.

---

<sup>24</sup> Se LB-2006-53528

<sup>25</sup> Eksempelvis Rt. 2007 s. 1392, Rt. 2003 s. 713, LG-2015-61058, RG 2008 s. 752

<sup>26</sup> *Ibid.*

I Bergshav-dommen er det lagt til grunn at det er opp til retten å avgjøre hvilke faktiske forhold som best belyser selskapets underliggende verdi. Om det i Bergshav-dommen var substans- eller avkastningsverdien som best belyste selskapets underliggende verdi måtte lagmannsretten ta stilling til.<sup>27</sup>

Videre skal selskapets underliggende verdier beregnes med utgangspunkt i en forutsetning om at selskapet skal drives videre.<sup>28</sup> Hvilke faktiske forhold som best belyser selskapets underliggende verdi, er et spørsmål som faller utenfor denne oppgaven.

Som redegjort for kan virkelig verdi tolkes på to måter. Dette er også lagt til grunn i praksis.<sup>29</sup>

Spørsmålet er derfor om aksjens «virkelige verdi» skal forstås som aksjens omsetningsverdi eller selskapets underliggende verdi når selskapet krever en aksjonær utelukket, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

Ettersom ordlyden ikke gir videre retningslinjer for hvilket av de to tolkningsalternativene som skal legges til grunn, må en se hen til de øvrige rettskilder.

## **3.2 Hva innebærer valg av verdsettelsesprinsipp?**

### **3.2.1 En løsningssum beregnet etter aksjens omsetningsverdi**

I dette kapittelet skal det redegjøres for hvilken praktisk betydning det har for løsningssummens størrelse at verdsettelsen tar utgangspunkt i enten aksjens omsetningsverdi eller aksjens andel av selskapets underliggende verdi når aksjonæren utelukkes.

Omsetningsverdien tilsvarer den verdien en utenforstående tredjepart med full innsikt i virksomheten ville vært interessert i å betale for aksjene.<sup>30</sup> Dersom fastsettelsen av løsningssummens størrelse skal ta utgangspunkt i aksjens omsetningsverdi, er et naturlig utgangspunkt tidligere salg eller emisjoner i selskapet.

Problemet er imidlertid at tidligere salg eller emisjoner ofte ikke kan bidra til å fastsette en løsningssum beregnet med utgangspunkt i aksjens omsetningsverdi. Dette kan skyldes flere forhold.

---

<sup>27</sup> HR-2016-1439-A (avsnitt 165)

<sup>28</sup> Bråthen 2013 s. 113

<sup>29</sup> Se eksempelvis RG 2008 s. 752 og HR-2016-1439-A (avsnitt 139)

<sup>30</sup> RG 2008 s. 752

For det første selges ikke aksjer i et aksjeselskap på børs, men direkte mellom kjøper og selger eller på andre markeder, eksempelvis OTC-markedet.<sup>31</sup> Av den grunn omsettes ikke aksjer i et aksjeselskap like hyppig sammenlignet med aksjer i et allmennaksjeselskap notert på børs. At aksjer i et aksjeselskap ikke er notert på børs, medfører også at aksjene ikke er like tilgjengelige for kjøp og salg. Derfor foreligger det ikke alltid et tidligere salg som kan bidra til å fastsette løsningssummen beregnet etter aksjens omsetningsverdi.

For de tilfeller hvor aksjer i et aksjeselskap jevnlig omsettes på eksempelvis OTC-markedet, er det likevel ikke sikkert at den tidligere salgsprisen kan anses som aksjens omsetningsverdi, og dermed legges til grunn ved beregningen av løsningssummen.

For det første kan aksjen være solgt til betydelig overpris i forhold til selskapsverdien, fordi kjøper gjennom salget har fått en kontrollerende post i selskapet. Aksjen kan også selges til betydelig underpris, fordi aksjeposten er en liten minoritetspost.<sup>32</sup> I tillegg kan aksjens likviditet påvirke prisen. I disse tilfellene vil det kunne være vanskelig å anslå hvor mye de nevnte grunner har påvirket prisen. Dersom aksjens omsetningsverdi beregnes med utgangspunkt i et tidligere salg kan derfor prisfastsettelsen bli svært usikker når det skal anslås hvilken betydning de nevnte forhold har hatt på salgsprisen. Av den grunn vil en løsningssum beregnet med utgangspunkt i aksjens omsetningsverdi bli usikker.

Som presisert over utgjør omsetningsverdien den verdien som eiendelen omsettes for mellom velinformerte parter. Dersom et tidligere salg eller emisjon skal være utgangspunktet for beregningen av løsningssummen må informasjonstilgangen til selskapet ha vært god.<sup>33</sup>

Informasjonstilgangen til aksjeselskap som omsetter aksjer på eksempelvis OTC-markedet er normalt ikke like god som aksjer notert på børs. Dette skyldes av at selskaper som omsetter sine aksjer på andre markeder enn børs ikke er underlagt like omfattende informasjonsplikt.<sup>34</sup> Dette medfører at det ikke er sikkert hvilken informasjon om selskapet som har dannet utgangspunktet for den tidligere salgsprisen av aksjen. Tidligere salg på eksempelvis OTC-markedet vil derfor ofte ikke kunne anses som aksjens omsetningsverdi, og dermed bidra til å fastsette løsningssummen.

---

<sup>31</sup> Som påpekt av Tore Bråthen «Innløsning og utelukkelse av aksjonær», *Nordisk tidsskrift for Selskabsret*, 1999 s. 86-107 (s. 89), se også Knut Bergo, *Børs og Verdipapirrett*, 3. utgave, Oslo 2008, s. 210

<sup>32</sup> Boye, «Rabatt ved omsetning av aksjer i ikke-børsnoterte selskaper», s. 82

<sup>33</sup> Bergo s.101

<sup>34</sup> *Ibid.* s. 78

Dette innebærer at dersom løsningssummen skal beregnes med utgangspunkt i aksjens omsetningsverdi, må aksjens omsetningsverdi ofte beregnes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier. Løsningssummens størrelse vil derfor ofte vil være lik, uavhengig om aksjens omsetningsverdi eller selskapets underliggende verdi legges til grunn for beregningen. Som den videre drøftelsen vil vise er ikke dette mer enn et utgangspunkt.

### 3.2.2 Minoritets- og/eller likviditetsrabatt

Det som kan utgjøre en betydelig forskjell for løsningssummens størrelse er en eventuell minoritets- og/eller likviditetsrabatt. I det videre vil det redegjøres for om det skal gjøres fradrag for en minoritets- og/eller likviditetsrabatt ved beregningen av løsningssummen. Det vil først knyttes noen kommentarer til hva som ligger i begrepene minoritets- og likviditetsrabatt.

Dersom markedets verdi av aksjene er lavere enn aksjens tilsvarende andel av selskapets underliggende verdi er det vanlige å betegne denne forskjellen i pris, for en rabatt.<sup>35</sup> Dersom aksjens omsetningsverdi er lavere enn selskapets underliggende verdi som følge av at aksjeposten som selges eller innløses er en minoritetspost, kalles denne verdireduksjonen en minoritetsrabatt.<sup>36</sup> Er markedets verdi lavere enn selskapsverdien på grunn av manglende likviditet i aksjen betegnes denne forskjellen i pris som en likviditetsrabatt.<sup>37</sup>

Som presentert i kapittel 3.1 er de prinsippene som ligger til grunn for beregningen av aksjens omsetningsverdi lik for alle innløsningssituasjonene. Dette innebærer at Flesberg- og Bergshav-dommen kan tillegges betydning for spørsmålet om det skal gjøres fradrag for en minoritets- og/eller likviditetsrabatt ved beregningen av løsningssummen ved utelukkelse av en aksjonær.

I Bergshav-dommen la førstvoterende til grunn at aksjens «virkelige verdi» måtte forstås som aksjens andel av selskapets «underliggende verdi uten en slik rabatt for minoritet, manglende stemmerett og illikviditet som lagmannsretten har trukket fra».<sup>38</sup> Derfor skal det ikke gjøres fradrag for en minoritets- og/eller likviditetsrabatt dersom løsningssummen beregnes med utgangspunkt i aksjens andel selskapets underliggende verdier.

---

<sup>35</sup> Woxholth s. 312

<sup>36</sup> Boye, «Rabatt ved omsetning av aksjer i ikke-børsnoterte selskaper» s. 81

<sup>37</sup> *Ibid.*

<sup>38</sup> HR-2016-1439-A (avsnitt 165)

Om det skal gjøres fradrag for minoritets- og/eller likviditetsrabatter dersom løsningssummen beregnes etter aksjens omsetningsverdi, har vært noe mer uklart. Flesberg-dommen løser ikke dette spørsmålet direkte. Det er imidlertid lagt til grunn i underrettspraksis at det ved beregningen av aksjen omsetningsverdien skal hensyntas en eventuell minoritets- og/eller likviditetsrabatt.<sup>39</sup>

Konklusjonen er derfor at det skal medregnes en minoritets- og/eller likviditetsrabatt dersom løsningssummen skal beregnes etter aksjens omsetningsverdi. Som redegjort for, følger det av Bergshav-dommen at det ikke skal gjøres fradrag for en minoritets- og/eller likviditetsrabatt dersom løsningssummen beregnes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier. Av den grunn vil en løsningssum beregnet med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi normalt være større enn en løsningssum beregnet med utgangspunkt i aksjens omsetningsverdi.

Hvor stort et minoritets- og/eller likviditetsfradrag er, vil avhenge av de konkrete forhold og størrelsen på den aksjeposten som skal løses inn. Det er ikke uvanlig at minoritets- og/eller likviditetsrabatten utgjør 5-60 % av aksjens verdi.<sup>40</sup>

Avslutningsvis må det bemerkes at kjøpere i enkelte tilfeller vil være villig til å betale mer for en minoritetspost enn aksjenes tilsvarende andel av selskapets underliggende verdi. Dersom aksjer kjøpes til en pris som ligger over aksjens andel av selskapets underliggende verdier, er det vanlig å betegne dette som en kontrollpremie.<sup>41</sup> Årsaken til at enkelte kjøpere ønsker å betale mer for en minoritetspost, kan blant annet skyldes strategiske grunner. I Flesberg-dommen la førstvoterende til grunn at det ved beregningen av løsningssummen ikke skulle tas hensyn til en «merpris» som spesifikke kjøpere var villige til å betale.<sup>42</sup>

### **3.2.3 Konkrete forhold av betydning for løsningssummens størrelse**

I det videre vil det redegjøres for hvilke forhold som kan være av betydning for løsningssummens størrelse dersom løsningssummen beregnes med utgangspunkt i aksjens omsetningsverdi med en eventuell minoritets- og/eller likviditetsrabatt.

---

<sup>39</sup> Se RG 2012 s.1142, RG 2008 s.752, RG 2011 s. 664

<sup>40</sup> Hans Robert Schwencke mfl., *Årsregnskap i teori og praksis 2016*, 18. utgave, Oslo 2017 s. 251

<sup>41</sup> Woxholth s. 70

<sup>42</sup> Rt. 2007 s. 1392 (avsnitt 47), se også Kåre Moljord, «Om verdsettelsesprinsipper ved innløsning av aksjer – fra Norway Seafoods til Flesberg – og tilbake», *Nordisk tidsskrift for selskabsret*, 2015 s. 1-25 (s. 8-9).

Etter aksjeloven § 4-25 vil det i praksis være en minoritetsaksjonær selskapet krever utelukket. Dette medfører at det normalt gjøres fradrag for at aksjeposten utgjør en minoritetspost ved beregningen av løsningssummens størrelse. At det i praksis er en minoritetspost som utelukkes begrunnes i at kravet om utelukkelse vedtas i generalforsamlingen etter forslag fra styret. Styret vedtas av generalforsamlingen med alminnelig flertall, jf. aksjeloven § 6-3, jf. § 5-17 andre ledd. Majoritetsaksjonærene i selskapet har derfor kontroll over hvem som sitter i styret. Det har derfor formodningen mot seg at styret fremmer krav om utelukkelse av en majoritetsaksjonær.

Eierskapet i aksjeselskap er ofte spredt på få hender, hvor alle aksjonærene aktivt tar del i driften av selskapet.<sup>43</sup> Dersom et aksjeselskap eksempelvis eies av to aksjonærer, hvor majoritetsaksjonæren eier 70 % av aksjene, har minoriteten liten makt i selskapet. En minoritetspost vil i slike tilfeller kunne fremstå som mindre attraktiv, enn dersom eierskapet er spredt på mange hender hvor alle eier en liten prosentandel av selskapet hver.<sup>44</sup> Dette innebærer at dersom løsningssummen beregnes med utgangspunkt i aksjens omsetningsverdi, vil det i flere tilfeller kunne gjøres store fradrag i løsningssummen for at aksjeposten er en minoritetspost.

Det er lagt til grunn i forarbeidene at § 4-25 ikke er ment å gi en minoritetsgruppering mulighet til å utelukke en majoritetsaksjonær.<sup>45</sup> Om § 4-25 åpner for å utelukke en majoritetsaksjonær faller utenfor denne oppgaven. Det kan imidlertid presiseres at spørsmålet om valg av verdsettelsesprinsipp ikke kommer tilsvarende på spissen dersom en majoritetsaksjonær utelukkes. Dersom aksjonæren som utelukkes er en majoritetsaksjonær kan denne aksjeposten fremstå som mer attraktiv for mulige kjøpere, ettersom en da kjøper seg kontroll over selskapet. Dette innebærer at majoritetsposten i flere tilfeller kan anses som mer likvid enn en minoritetspost. Dette kan videre medføre at det ikke alltid vil gjøres like store fradrag for aksjens manglende likviditet ved beregningen av løsningssummen. Det kan derfor tenkes at det ikke vil være like store forskjeller i løsningssummens størrelse dersom aksjonæren som utelukkes eier en majoritetspost.

---

<sup>43</sup> Woxholth s. 39

<sup>44</sup> *Ibid.* s. 70

<sup>45</sup> NOU 1996: 3 s. 126



Videre må det, dersom løsningssummen beregnes med utgangspunkt i aksjens omsetningsverdi, normalt gjøres fradrag for aksjepostens manglende likviditet. Det er særlig to forhold som er av betydning.

For det første er aksjer i et aksjeselskap ikke gjenstand for vanlig markedsmessig omsetning, ettersom kjøpt og salg ofte skjer direkte mellom kjøper og selger. Som beskrevet over medfører dette at kjøperkretsen begrenses. I tillegg er eierskifte av aksjer som hovedregel gjenstand for kontroll fra selskapets side, jf. aksjeloven § 4-15 andre og tredje ledd. De nevnte forhold medfører at aksjene i et aksjeselskap har begrenset likviditet.<sup>46</sup> Dette fører igjen til at det må gjøres et fradrag i løsningssummen for aksjens manglende likviditet.

I tillegg vil en utelukkelsessituasjon i seg selv, kunne medføre at aksjen blir mindre likvid. Dersom det har oppstått en konflikt i selskapet som påfører selskapet et økonomisk tap, vil aksjeposten kunne fremstå som mindre attraktiv for enkelte kjøpere.<sup>47</sup>

Da aksjonæren som utelukkes normalt eier en minoritetspost, og/eller aksjene i de fleste tilfeller har begrenset likviditet, medfører dette vanligvis et stort fradrag i løsningssummen dersom denne beregnes med utgangspunkt i aksjens omsetningsverdi. Dette innebærer at en løsningssum beregnet med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier vanligvis er større, og derfor det mest fordelaktig alternativet for aksjonæren som utelukkes. Dette er også utgangspunktet for den videre drøftelsen.

---

<sup>46</sup> *Ibid.* s. 75

<sup>47</sup> *Ibid.*

## 4 Aksjens virkelige verdi

Det følger av kapittel 3.1 at virkelig verdi gir uttrykk for to ulike verdsettelsesprinsipper. Spørsmålet er om aksjens «virkelige verdi» skal forstås som aksjens omsetningsverdi eller som aksjens andel av selskapets underliggende verdi ved utelukkelse av en aksjonær, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

Ettersom ordlyden ikke gir videre retningslinjer for hvilket av de to tolkningsalternativene som skal legges til grunn, må en se hen til de øvrige rettskilder.

I det videre vil det redegjøres for de ulike rettskildene som er av betydning for hvilket verdsettelsesprinsipp som skal legges til grunn for beregningen av løsningssummen.

I drøftelsen forutsettes det at selskapet har hjemmel i aksjeloven § 4-25 til å utelukke aksjonæren.

### 4.1 Forarbeider

#### 4.1.1 Kort om aksjelovens forarbeider

Det foreligger et omfattende sett av forarbeider til aksjeloven. Til tross for dette er valg av verdsettelsesprinsipp ved utelukkelse av en aksjonær ikke særlig grundig drøftet. De mest sentrale uttalelsene for valg av verdsettelsesprinsipp følger av NOU 1996: 3, Ny aksjelovgivning.

I 2017 har det blitt fremmet forslag om endringer i den nåværende aksjelovgivningen.<sup>48</sup> Forslaget tar i første rekke sikte på å forenkle aksjelovgivningen med tanke på å lette de økonomiske og administrative byrdene for næringslivet.<sup>49</sup> Disse forarbeidene bidrar ikke til forståelsen av virkelig verdi.

#### 4.1.2 NOU 1996: 3 Ny aksjelovgivning

Det følger av NOU 1996: 3, Ny aksjelovgivning s. 126, at løsningssummen ved utelukkelse av en aksjonær skal fastsettes etter de samme retningslinjer som aksjelovutvalgets forslag til

---

<sup>48</sup> Prop. 112 L (2016-2017) Endringer i aksjelovgivningen mv. (modernisering og forenkling)

<sup>49</sup> NOU 2016: 22 Aksjelovgivning for økt verdiskaping s. 9

§ 3-13 tredje ledd. Aksjelovutvalgets forslag til § 3-13 tilsvarer aksjeloven § 4-17 tredje til sjette ledd.<sup>50</sup>

Det følger av aksjelovens forarbeider til § 4-17 at uttrykket aksjens virkelige verdi for det første må forstås i samsvar med den regnskapsmessige betydningen av uttrykket.<sup>51</sup> For den regnskapsmessige betydningen av virkelig verdi må det sees til regnskapslovens forarbeider.

Av regnskapslovens forarbeider følger det at virkelig verdi skal forstås som det universelle verdibegrepet i regnskapsretten. Videre fremgår det:

*«Verdi uttrykkes ved nåverdi, definert som forventede kontantstrømmer neddiskontert til vurderingstidspunktet med en relevant risikojustert rente».*<sup>52</sup>

Om hvordan «verdi» skal fastsettes for finansielle eiendeler, herunder aksjer, uttales det:

*«For finansielle eiendeler som omsettes i et perfekt eller et effisient marked, er markedsverdien i dag beste anslag på nåverdien av antatt fremtidig salgpris, uansett tidshorisont. Slike markeder har bare en pris, og ingen aktører antar at ens egne beslutninger eller adferd påvirker prisen.»*<sup>53</sup>

For det første gir regnskapslovens forarbeider uttrykk for at virkelig verdi best uttrykkes som nåverdi. Nedrelid legger til grunn at dersom virkelig verdi forstås som selskapets underliggende verdi, er dette prinsipielt nåverdien av kontantstrømmen selskapet kan forvente å generere for aksjonærene i fremtiden.<sup>54</sup> Dette trekker i retning av at virkelig verdi skal forstås som selskapets underliggende verdi.

Det følger av de videre uttalelsene i regnskapsloven at nåverdi best uttrykkes som aksjens markedsverdi forutsatt at aksjene omsettes i et perfekt eller effisient marked. Utrykket effisient marked brukes om markeder som tilfredsstiller betingelser til blant annet

---

<sup>50</sup> NOU 1996: 3 s. 121

<sup>51</sup> *Ibid.* s. 122

<sup>52</sup> NOU 1995: 30 Ny regnskapslov s. 195

<sup>53</sup> *Ibid.* s. 197

<sup>54</sup> Audun Nedrelid, «Virkelig verdi ved innløsning av aksjer – premissene for verdsettelse i Norway Seafoods- og Flesberg-dommene kan begrunnes i samme verdsettelsesprinsipp», *Tidsskrift for forretningsjus*, 2013 s. 198-246 (s. 217)

informasjonsspredning. At markedet har full effisiens innebærer at prisdannelsen mellom kjøper og selger reflekterer all kursrelevant offentlig og ikke-offentlig informasjon.<sup>55</sup>

Ettersom aksjer i aksjeselskap ikke omsettes på børs, skjer kjøp og salg av aksjer direkte mellom partene eller på andre markeder. Dersom aksjer i et aksjeselskap omsettes på eksempelvis OTC-markedet er disse markedene ikke underlagt de samme reglene om informasjonsplikt som børsen. Prisdannelsen mellom kjøper og selger av aksjer i et aksjeselskap vil derfor som regel ikke reflektere all kursrelevant offentlig og ikke-offentlig informasjon. Nåverdien vil derfor sjeldent best uttrykkes som omsetningsverdi for aksjer i et aksjeselskap. Hvordan nåverdien best uttrykkes for aksjer i aksjeselskap som ikke omsettes i et perfekt eller effisient marked gir regnskapsloven ikke svar på.

I tillegg til å vise til regnskapslovens behandling av virkelig verdi, følger det av aksjelovens forarbeider til § 4-17 at vilkåret virkelig verdi må beregnes med utgangspunkt i antatt omsetningsverdi.<sup>56</sup> Aksjelovutvalget la til grunn at prisen som er avtalt mellom partene kan gi veiledning til prisfastsettelsen i tilfeller hvor det er vanskelig å konstatere omsetningsverdien på grunn av manglende omsetning av selskapets aksjer.<sup>57</sup> Uttalelsen kan forstås i sammenheng med innløsningssituasjonen i aksjeloven § 4-17 første ledd nr. 4. Etter aksjeloven § 4-17 første ledd nr. 4 kan erververen kreve de ervervede aksjene innløst dersom styret ikke samtykker til aksjeerhvervet. I slike situasjoner kan den avtalte prisen for aksjene mellom overdrageren, den tidligere aksjonæren, og erververen danne utgangspunkt for beregningen av antatt omsetningsverdi.

Dersom selskapet fremmer krav om utelukkelse av en aksjonær, bygger ikke utelukkelsen på et tidligere salg av samme aksjepost. Denne forarbeidsuttalelsen bidrar derfor ikke i samme grad som for innløsning etter aksjeloven § 4-17 første ledd nr. 4 til å avklare hvordan virkelig verdi skal forstås ved utelukkelse av en aksjonær.

I aksjelovens forarbeider ble det videre lagt til grunn at dersom en tidligere avtalt pris ikke kunne bidra til fastsettelsen av antatt omsetningsverdi, vil selskapsverdien kunne gi

---

<sup>55</sup> Moljord «Om verdsettelsesprinsipper ved innløsning av aksjer - fra Norway Seafoods til Flesberg – og tilbake» s. 23

<sup>56</sup> NOU 1996: 3 s. 122

<sup>57</sup> *Ibid.*

veiledningen.<sup>58</sup> Aksjelovens forarbeider trekker samlet sett i retning av at virkelig verdi skal forstås som aksjens antatte omsetningsverdi.

Hvordan aksjelovens forarbeider skal forstås i lys av de nevnte uttalelsene i regnskapslovens forarbeider gir hverken regnskapslovens eller aksjelovens forarbeider svar på.

Flesberg- og Bergshav-dommen er her relevante for hvordan aksjelovens og regnskapslovens forarbeider skal forstås, da de ovennevnte forarbeidsuttalelsene også var utgangspunktet for valg av verdsettelsesprinsipp i de to sakene.

I Flesberg-saken la lagmannsretten til grunn at regnskapslovens forarbeider trakk i retning av at virkelig verdi var et uttrykk for de reelle verdier i selskapet, altså selskapets underliggende verdi, uavhengig av hva aksjene omsettes for.<sup>59</sup> Denne forståelsen ble imidlertid fraveket av Høyesterett i Flesberg-dommen. I Flesberg-dommen ble det lagt til grunn at det verdibegrepet aksjelovens forarbeider ga uttrykk for skulle forstås som aksjens omsetningsverdi.<sup>60</sup>

Førstvoterende i Bergshav-dommen la også til grunn at aksjelovens forarbeider ga uttrykk for at virkelig verdi måtte forstås som aksjens omsetningsverdi.

De beste grunner trekker derfor i retning av at aksjelovens forarbeider gir uttrykk for at aksjens «virkelige verdi» skal forstås som aksjens omsetningsverdi ved utelukkelse av en aksjonær, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

### 4.1.3 Forarbeidenes vekt

Problemstillingen som drøftes videre er hvilken vekt aksjelovens forarbeider skal tillegges ved tolkningen av aksjens «virkelige verdi», jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

Utgangspunktet i norsk rettskildelære er at en klar lovgivervilje tillegges betydelig vekt ved lovtolkningen.<sup>61</sup>

Av det redegjorte følger det at aksjelovens forarbeider gir uttrykk for at virkelig verdi må forstås som aksjens omsetningsverdi. Det foreligger imidlertid uttalelser i regnskapslovens

---

<sup>58</sup> *Ibid.*

<sup>59</sup> LB-2006-53528

<sup>60</sup> Rt. 2007 s. 1392 (avsnitt 34)

<sup>61</sup> Se blant annet Andenæs s. 5

forarbeider som kan trekke i retning av at virkelig verdi skal forstås som selskapets underliggende verdi. Hvordan regnskapslovens forarbeider skal forstås i lys av aksjelovens forarbeidsuttalelser om virkelig verdi, er ikke kommentert i hverken forarbeidene til aksjeloven eller regnskapsloven. Dette trekker i retning av at forarbeidenes vekt svekkes.

Dette støttes også av at innholdet i vilkåret virkelig verdi ikke er særlig inngående drøftet i aksjelovens forarbeider. Det redegjøres ikke for at faktiske ulikheter ved aksjonærens innløsning på bakgrunn av styrets samtykkenekt og selskapets krav om utelukkelse kan tilsi at forskjellig verdsettelsesprinsipp skal legges til grunn for de ulike situasjonene. Hvorvidt det skal hensyntas en minoritets- og/eller likviditetsrabatt ved beregningen av løsningssummen er heller ikke drøftet.

I Bergshav-dommen ble aksjelovens forarbeidsuttalelser ikke tillagt særlig vekt ved tolkningen av aksjens «virkelige verdi», jf. aksjeloven § 4-24 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd. Førstvoterende la til grunn at forarbeidene også inneholdt uttalelser om formålet med § 4-24 som vanskelig kunne forenes med uttalelsene om virkelig verdi i aksjelovens forarbeider.<sup>62</sup>

Førstvoterende foretok en vurdering av de delene forarbeidene som behandlet formålet med aksjonærens rett til å kreve innløsning etter § 4-24. Det ble lagt til grunn, med støtte i tidligere aksjelovgivning, at de delene av forarbeidene som behandlet formålet med aksjeloven § 4-24 måtte veie tyngre enn de delene av forarbeidene som behandlet vilkåret virkelig verdi. Formålet med aksjeloven § 4-24 trakk entydig i retning av at aksjonæren ved innløsning hadde rett til aksjens andel av selskapets underliggende verdi.<sup>63</sup> I tillegg trakk hensynet til å forhindre myndighetsmisbruk og minoritetsvernet i retning av at virkelig verdi skulle forstås som selskapets underliggende verdi.<sup>64</sup>

At førstvoterende i Bergshav-dommen fraviker aksjelovens forarbeider er et selvstendig moment som trekker i retning av at forarbeidenes vekt svekkes. I tillegg åpner Bergshav-dommen for at aksjelovens forarbeider kan fravikes ved tolkningen av virkelig verdi i dag. En slik fravikelse av forarbeidene kan kun skje dersom det er tilstrekkelig begrunnet i øvrige rettskilder.

---

<sup>62</sup> HR-2016-1439-A (avsnitt 152)

<sup>63</sup> *Ibid.* (avsnitt 153)

<sup>64</sup> *Ibid.* (avsnitt 158-159)

Av redegjørelsen følger det at aksjelovens forarbeider gir uttrykk for at aksjens «virkelige verdi» skal forstås som aksjens omsetningsverdi, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd. Det foreligger imidlertid holdepunkter som tilsier at forarbeidene har svekket vekt ved tolkningen av virkelig verdi i dag. Som det følger av Bergshav-dommen kan forarbeidene fravikes dersom det foreligger holdepunkter i de øvrige rettskilder.

#### **4.1.4 Øvrige holdepunkter i aksjelovens forarbeider**

Som presentert i kapittel 4.1.2 trekker de nevnte uttalelsene i aksjelovens forarbeider i retning av at løsningssummen skal beregnes med utgangspunkt i aksjens omsetningsverdi.<sup>65</sup> I det videre vil det vurderes om det foreligger holdepunkter i aksjelovens forarbeider som tilsier at løsningssummen skal beregnes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi. I likhet med Bergshav-dommen vil det vurderes om formålet med aksjeloven § 4-25 tilsier at virkelig verdi skal forstås som selskapets underliggende verdi.

Som nevnt innledningsvis kan konflikter i et aksjeselskap føre til at selskapets utvikling og fremdrift stopper opp, og i verste fall medføre store økonomiske tap. Av forarbeidene følger det at formålet med aksjeloven § 4-25 er å sikre selskapet en mulighet til å løse slike fastlåste konflikter.<sup>66</sup> Formålet tar følgelig sikte på å sikre selskapets videre drift. Spørsmålet er hvilket verdsettelsesprinsipp som best ivaretar dette formålet.

Som presentert gjennomføres en utelukkelse ved at aksjene slettes etter reglene om nedsetting av aksjekapitalen eller ved at selskapet selv overtar aksjene, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-24 fjerde ledd. En utelukkelse av en aksjonær går derfor på bekostning av selskapets egenkapital.

Det følger av aksjeloven § 6-12 første ledd at styret har ansvaret for «forvaltningen av selskapet». Hva som ligger i styrets oppgave til å forvalte selskapet er presisert gjennom blant annet aksjeloven § 3-4. Av denne bestemmelsen følger det at selskapet til enhver tid skal ha en forsvarlig egenkapital. Dette innebærer at selskapet etter utelukkelsen må ha forsvarlig egenkapital.

Som presentert i kapittel 3.2.3 er en løsningssum beregnet med utgangspunkt i aksjens omsetningsverdi normalt lavere enn en løsningssum beregnet med utgangspunkt i selskapets

---

<sup>65</sup> NOU 1996: 3 s. 122

<sup>66</sup> *Ibid.* s. 76

underliggende verdier. Dette innebærer at en løsningssum beregnet etter aksjens omsetningsverdi vanligvis vil medføre den minste belastningen på selskapets egenkapital, og i flere tilfeller medføre at selskapet har en forsvarlig egenkapital etter utelukkelsen.

Det er likevel klart at selskapet i mange tilfeller kan stå igjen med en forsvarlig egenkapital dersom løsningssummen fastsettes etter selskapets underliggende verdi. Et sentralt poeng er at selskapet i flere tilfeller likevel ikke kan fortsette sin normale drift. Dersom løsningssummen beregnes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi, vil utelukkelsen kunne gå så hardt ut over egenkapitalen at selskapet ikke har tilstrekkelig kapital til å fortsette virksomheten på en forsvarlig måte.

Da en utelukkelse skal gjennomføres ved at aksjene slettes etter reglene om nedsetting av aksjekapitalen eller ved at selskapet selv overtar aksjene, er det aksjens omsetningsverdi som i størst grad bidrar til å fremme formålet om å sikre selskapets videre drift.

Konklusjonen støttes av aksjeloven § 4-25 tredje ledd andre punktum. Av denne bestemmelsen følger det at et krav om utelukkelse ikke kan tas til følge dersom aksjonæren er villig til å overdra aksjene til en annen som selskapet utpeker mot et vederlag som minst svarer til løsningssummen. Alternativet til utelukkelse er følgelig et alminnelig salg av aksjene.

Aksjeloven § 4-25 er et snevert unntak fra den alminnelige hovedregel om at uttreden fra aksjeselskap skjer ved overdragelse. Det følger av forarbeidene at aksjeloven § 4-25 bør være en sikkerhetsventil for selskapet.<sup>67</sup> Spørsmålet som følger er hvilket verdsettelsesprinsipp som sikrer at adgangen til å utelukke en aksjonær forblir en sikkerhetsventil.

I kapittel 2 fremgår det at et vedtak om utelukkelse av en aksjonær treffes av generalforsamlingen etter forslag fra styret. Dette medfører at generalforsamlingen ikke kan vedta å fremme krav for retten om å utelukke en aksjonær uten at styret har behandlet et slikt forslag og fremlagt det på generalforsamlingen.<sup>68</sup>

Styret er i sin vurdering av et eventuelt utelukkelseskrav pliktig til å ta hensyn til både selskapets egenkapital og behovet for utelukkelsen.<sup>69</sup> Som presentert i kapittel 3.2 kan

---

<sup>67</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) Lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeelskaper (allmennaksjeloven) s. 110

<sup>68</sup> Aarbakke mfl. s. 302

<sup>69</sup> NOU 1996: 3 s. 76



minoritets- og/eller likviditetsfradraget være så stort som 60 % av aksjens verdi dersom løsningssummen beregnes med utgangspunkt i aksjens omsetningsverdi. En løsningssum beregnet med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi vil derfor kunne medføre en større belastning på selskapets egenkapital. Av den grunn vil styret i flere tilfeller konkludere med at selskapets egenkapital må vernes. En løsningssum beregnet med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi vil derfor i større grad sikre at utelukkelsesadgangen forblir en sikkerhetsventil. Videre vil en løsningssum beregnet etter selskapets underliggende verdi sikre at utelukkelsesadgangen ikke får et større anvendelsesområde enn tiltenkt fra lovgiver.

De materielle vilkårene for utelukkelse av en aksjonær er strenge, og sørger også for at aksjeloven forblir en sikkerhetsventil.<sup>70</sup> Hvorvidt valg av verdsettelsesprinsipp ytterligere bidrar til å sikre at utelukkelsesadgangen forblir en sikkerhetsventil er derfor usikkert. Dette innebærer at argumentet ikke kan tillegges betydelig vekt.

Av det som er redegjort for over trekker formålet, slik det er angitt i forarbeidene, i to retninger. Hensynet til selskapets videre drift tekkes i retning av at løsningssummen skal beregnes etter aksjens omsetningsverdi. Hensynet til at aksjeloven § 4-25 skal forbli en sikkerhetsventil trekkes i retning av at løsningssummen skal beregnes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi.

Av den grunn foreligger det ikke øvrige uttalelser i forarbeidene som entydig trekkes i retning av at løsningssummen skal beregnes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi. Samlet sett trekkes aksjelovens forarbeider i retning av at aksjens «virkelige verdi» skal forstås som aksjens omsetningsverdi, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd. Dersom forarbeidenes utgangspunkt skal fravikes, må det begrunnes i øvrige rettskilder.

## **4.2 Rettspraksis**

### **4.2.1 Praksis fra lagmannsrettene**

Hvilket verdsettelsesprinsipp som skal legges til grunn for beregningen av løsningssummen ved utelukkelse av en aksjonær er drøftet i Øyo-dommen og LB-2008-80764-2.

---

<sup>70</sup> NOU 1996: 3 s. 76, se også LB-2007-81650, RG 2004 s. 790

I Øyo-dommen ble fem aksjonærer, som til sammen eide ca. 24 % av aksjene, utelukket fra Brødrene Øyo AS. Det hadde oppstått en uenighet mellom aksjonærene vedrørende driften og utviklingen av selskapet. Det var i dommen uomtvistet at det hadde oppstått et alvorlig og varig motsetningsforhold mellom aksjonærgrupper som ga grunnlag for utelukkelse, jf. aksjeloven § 4-25 første ledd nr. 2. Det sentrale spørsmålet i saken var hvordan løsningssummen skulle beregnes. Lagmannsretten la til grunn at aksjens «virkelige verdi» skulle forstås som aksjens omsetningsverdi, aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd

Avgjørende for resultatet i Øyo-dommen var for det første aksjelovens forarbeider, som ga uttrykk for at virkelig verdi måtte forstås som aksjens omsetningsverdi. Videre ble det vektlagt at henvisningen i § 4-25 og § 4-24 til § 4-17, trakk i retning av virkelig verdi måtte forstås likt for både §§ 4-24, 4-25 og 4-17.

Det ble også foretatt en vurdering av henholdsvis Norway Seafoods- og Flesberg-dommen.<sup>71</sup> I Øyo-dommen ble det vist til at løsningssummen i Norway Seafoods-dommen ikke ble beregnet med utgangspunkt i det lovbestemte vilkåret «virkelige verdi» i aksjeloven § 4-17 femte ledd. Lagmannsretten la derfor til grunn at begrepet «aksjens virkelige verdi» som brukt i Norway Seafoods-dommen hadde et annet innhold enn «aksjens virkelige verdi» i aksjeloven § 4-17 femte ledd. Av den grunn måtte løsningssummen beregnes med utgangspunkt i aksjens omsetningsverdi, i tråd med Flesberg-dommen. Dette til tross for de hensyn som ble trukket frem i Flesberg-dommen i varierende grad gjorde seg gjeldende ved tolkningen av aksjens «virkelige verdi» ved selskapets utelukkelse av en aksjonær, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

I Øyo-dommen ble det også foretatt en rimelighetsvurdering. Alminnelige rimelighetsbetraktninger trakk i retning av at virkelig verdi måtte forstås som aksjens omsetningsverdi. Hensynet til selskapets egenkapital trakk i samme retning.<sup>72</sup>

Av det som er redegjort for over følger det at Øyo-dommen trekker i retning av at aksjens «virkelige verdi» skal forstås som aksjens omsetningsverdi ved utelukkelse av en aksjonær, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd. At det i Øyo-dommen er foretatt en konkret vurdering av ulike hensyn som gjør seg gjeldene for valg av verdsettelsesprinsipp ved utelukkelse av en aksjonær, trekker i retning av at dommen må tillegges betydelig vekt.

---

<sup>71</sup> Se kapittel 1.2 for problemstillingene i Norway Seafoods- og Flesberg-dommen

<sup>72</sup> Se kapittel 4.3.2 og 4.3.4 for en nærmere redegjørelse av disse momentene

Den neste lagmannsrettsdommen som har drøftet valg av verdsettelsesprinsipp ved utelukkelse av en aksjonær er LB-2008-80764-2. I denne dommen hadde den utelukkede aksjonæren forsøkt på urettmessig måte å tilegne seg penger fra selskapet. Dette medførte en krenkelse av selskapsforholdet, og utelukkelse kunne derfor skje i medhold av aksjeloven § 4-25 første ledd nr. 1.

I denne dommen konkluderte lagmannsretten på bakgrunn av aksjelovens forarbeider med at aksjens «virkelige verdi» måtte forstås som aksjens omsetningsverdi. Videre ble det lagt til grunn at henvisningen til aksjeloven § 4-17 femte ledd i §§ 4-24 og 4-25 trakk i retning av at samme verdsettelsesprinsipp skulle legges til grunn for innløsning etter aksjeloven §§ 4-17, 4-24 og 4-25. Ettersom Flesberg-dommen la til grunn at virkelig verdi skulle forstås som aksjens omsetningsverdi ved aksjonærens innløsning etter § 4-17 første ledd nr. 4, ble det samme lagt til grunn for beregningen av løsningssummen etter aksjeloven § 4-25. Til slutt viste lagmannsretten til Øyo-dommen som også la til grunn at aksjens «virkelige verdi» skulle forstås som aksjens omsetningsverdi, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

LB-2008-80764-2 trekker følgelig i retning av at løsningssummen skal beregnes med utgangspunkt i aksjens omsetningsverdi. Det må her presises at lagmannsrettspraksis ikke har den samme vekt som høyesterettsavgjørelser. At det foreligger to lagmannsrettsavgjørelser som begge legger til grunn aksjens omsetningsverdi som utgangspunkt for beregningen av løsningssummen, trekker i retning av lagmannsrettsavgjørelsene har betydelig vekt ved tolkningen av aksjens «virkelige verdi», jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

For spørsmålet om valg av verdsettelsesprinsipp ved utelukkelse av en aksjonær foreligger likevel holdepunkter for at lagmannsrettsavgjørelsene har svekket vekt i dag.

Som det fremgår av redegjørelsen over har Øyo-dommen og LB-2008-80764-2 vurdert forholdet til Norway Seafoods- og Flesberg-dommen. Som redegjort for i kapittel 1.2 har spørsmålet om valg av verdsettelsesprinsipp fått fornyet aktualitet ved Bergshav-dommen. Dette skyldes blant annet at Bergshav-dommen drøfter betydning av Norway Seafoods- og Flesberg-dommen. Bergshav-dommen kan derfor være et moment som trekker i retning av at Øyo-dommen og LB-2008-80764-2 har svekket vekt ved tolkningen av aksjens «virkelige verdi» i dag.

I kapittel 4.2.2.1 vil det redegjøres for Bergshav-dommen, samt hvilken betydning denne har for valg av verdsettelsesprinsipp ved utelukkelse av en aksjonær. I henholdsvis kapittel 4.2.2.2 og 4.2.2.3 vil det kort redegjøres for betydningen av Norway Seafoods- og Flesberg-dommen.

Om den rettskildemessige vekten av Øyo-dommen og LB-2008-80764-2 svekkes i lys av Bergshav-dommen vil vurderes i kapittel 4.2.3.

## **4.2.2 Praksis fra Høyesterett**

### **4.2.2.1 Bergshav-dommen**

I Bergshav-dommen var spørsmålet hvordan aksjens «virkelige verdi» skulle forstås når aksjonæren krevde innløsning i medhold av aksjeloven § 4-24 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd. Majoriteten hadde over lang tid utbetalt lite eller ingen utbytte fra selskapet. I tillegg hadde en tidligere utbetaling av utbytte blitt finansiert ved underkursemisjon, samt at det hadde blitt etablert illojale strukturer i selskapet som hadde vanskeliggjort utbyttebetalinger. Disse forholdene var myndighetsmisbruk og minoritetsaksjonæren fikk derfor medhold i kravet om innløsning etter aksjeloven § 4-24.<sup>73</sup> Førstvoterende konkluderte med at løsningssummen skulle fastsettes etter aksjens andel av selskapets underliggende verdi.<sup>74</sup>

Avgjørende for førstvoterendes konklusjon var formålet gitt i forarbeidene, minoritetshensynet, samt at en løsningssum beregnet med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi ville kunne forhindre myndighetsmisbruk.<sup>75</sup> Disse momentene måtte veie tyngre enn hensynet til at alle innløsningsbestemmelser som viser til § 4-17 femte ledd måtte forstås likt, hensynet til selskapets egenkapital og deler av aksjelovens forarbeider.<sup>76</sup>

Videre drøfter Bergshav-dommen forholdet Norway Seafoods-dommen og Flesberg-dommen. Førstvoterende la til grunn Norway Seafoods-dommens premisser for tolkningen av aksjens «virkelige verdi», jf. aksjeloven § 4-24 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd. Om Flesberg-dommens betydning uttalte førstvoterende at ulikhetene i innløsningssituasjonene tilsa at Flesberg-dommen ikke kunne tillegges så mye vekt som det ellers kunne vært grunn til å

---

<sup>73</sup> HR-2016-1439-A (avsnitt 136)

<sup>74</sup> *Ibid.* (avsnitt 165)

<sup>75</sup> *Ibid.* (avsnitt 158-163)

<sup>76</sup> *Ibid.* (avsnitt 163)

legge på denne dommen ved tolkningen av virkelig verdi.<sup>77</sup> Ettersom Bergshav-dommen la til grunn Norway Seafoods-dommens premisser for tolkningen av virkelig verdi, innebærer dette at både Flesberg- og Norway Seafoods-dommen er en del av rettskildebildet.

Av redegjørelsen over følger at førstvoterende i Bergshav-dommen, i tillegg til å foreta en vurdering av lovtekst og forarbeider, foretok en konkret vurdering av hvilke hensyn som var av betydning for valg av verdsettelsesprinsipp. Både hensyn lagt til grunn i Flesberg- og Norway Seafoods-dommen ble vurdert. Dette innebærer at det ved valg av verdsettelsesprinsipp ved utelukkelse av en aksjonær, i tillegg til de rettskilder som direkte behandler hvordan virkelige verdi skal forstås, må sees hen til hvilke reelle hensyn som gjør seg gjeldende. For hvilke reelle hensyn som er avgjørende for valg av verdsettelsesprinsipp kan Norway Seafoods-, Flesberg- og Bergshav-dommen bidra til avklaring.

Som allerede nevnt sto hensynet til minoriteten, hindre myndighetsmisbruk og formålet med innløsningsadgangen sentralt ved valg av verdsettelsesprinsipp i Bergshav-dommen. Ettersom Norway Seafoods- og Flesberg-dommen er en del av rettskildebildet kan hensyn i disse dommene være av betydning for valg av verdsettelsesprinsipp ved utelukkelse av en aksjonær. I det videre vil det foretas en kort redegjørelse for hvilke hensyn i Norway Seafoods- og Flesberg-dommen som kan være av betydning for valg av verdsettelsesprinsipp ved utelukkelse av en aksjonær.

#### **4.2.2.2 Norway Seafoods-dommen**

Som presentert i kapittel 1.2 var spørsmålet i Norway Seafoods-dommen hvordan løsningssummen skulle beregnes ved morselskapets tvangsinnløsning av en minoritetspost i datterselskapet jf. allmennaksjeloven § 4-25. Allmennaksjeloven § 4-25 tilsvare aksjeloven § 4-26.<sup>78</sup> Norway Seafoods-dommens valg av verdsettelsesprinsipp gjelder derfor tilsvarende for aksjeloven § 4-26.<sup>79</sup> Som nevnt i kapittel 1.2 konkluderte Høyesterett med at løsningssummen skulle fastsettes etter aksjens virkelige verdi, og at verdien skulle beregnes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi.<sup>80</sup>

---

<sup>77</sup> *Ibid.* (avsnitt 151)

<sup>78</sup> Aarbakke mfl. s. 313

<sup>79</sup> Se Andenæs s. 3

<sup>80</sup> Rt. 2003 s. 713 (avsnitt 74)

Da utgangspunktet for beregningen ikke fulgte av lovteksten, måtte skjønnspraksis tillegges betydelig vekt ved fastsettelsen av løsningssummen.<sup>81</sup> I tillegg til at skjønnspraksis la til grunn at løsningssummen skulle beregnes etter selskapets underliggende verdi, var det flere hensyn som støttet dette resultatet.

For det første ville en innløsningssum beregnet med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi, forhindre at selskapet opptrådte illojalt ved å holde tilbake opplysninger om selskapet, for på denne måten å presse kursen ned.<sup>82</sup> Det ble også vektlagt at en løsningssum tilsvarende aksjens antatte omsetningsverdi ville stride med det økte minoritetsvernet som kom til uttrykk ved forberedelsen av den någjeldende aksjelovgivningen.<sup>83</sup> Dette ville samsvare dårlig med likhetsgrunnsetningen som er nedfelt i allmennaksjeloven § 4-25, og innebære at aksjer av samme aksjeklasse fikk forskjellig verdi.<sup>84</sup>

Som presentert i kapittel 3.2 er det i praksis en minoritet som utelukkes fra selskapet. Videre kan det også tenkes muligheter for tilbakeholdes av informasjon i et aksjeselskap. Disse momentene vil derfor kunne være av betydning for valg av verdsettelsesprinsipp ved utelukkelse av en aksjonær. Hvilken vekt disse hensynene skal tillegges til bli drøftet i henholdsvis kapittel 4.3.3 og 4.3.5.

Det ble videre lagt vekt på at en løsningssum beregnet med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi kunne, forhindre at aksjemajoriteten begynte å spekulere i hvilket innløsningstidspunkt som ville gi størst gevinst på minoritetsaksjonærens bekostning.<sup>85</sup> Et annet moment i Norway Seafoods-dommen som støttet at løsningssummen skulle beregnes etter selskapets underliggende verdi var at børskursen ikke kunne anses som aksjens omsetningsverdi.<sup>86</sup>

Aksjene som ble krevd tvangsinnløst i Norway Seafoods-dommen var notert på børs, dette medfører at de nevnte momenter ikke i samme grad gjør seg gjeldende for utelukkelse av en aksjonær. Det vil blant annet ikke være like enkelt å spekulere i aksjens markedsverdi, ettersom aksjene ikke omsettes på børs.

---

<sup>81</sup> *Ibid.* (avsnitt 64)

<sup>82</sup> *Ibid.* (avsnitt 69)

<sup>83</sup> *Ibid.* (avsnitt 70)

<sup>84</sup> *Ibid.*

<sup>85</sup> *Ibid.* (avsnitt 71)

<sup>86</sup> *Ibid.* (avsnitt 67)

Det kan likevel tenkes tilfeller der det foreligger en mulighet for selskapet til å spekulere i hvilket utelukkelsestidspunkt som er mest gunstig for selskapet. Det kan ha oppstått et motsetningsforhold mellom aksjonærene som medfører at selskapet ønsker å fremme et krav om utelukkelse mot en minoritetsaksjonær. Dersom selskapets ledelse sitter med informasjon om at selskapet snart vil inngå en kontrakt som mangedobler verdien av selskapet, vil selskapets ledelse kunne bli fristet til å fremskynde prosessen med å få aksjonæren utelukket for å presse løsningssummen ned. En slik tilbakeholdes av informasjon vil imidlertid kunne påvirke løsningssummen dersom den beregnes etter aksjens omsetningsverdi og dersom den beregnes etter aksjens underliggende verdi. Dette innebærer at dette momentet ikke i samme grad gjør seg gjeldende for valg av verdsettelsesprinsipp ved utelukkelse av en aksjonær.

#### **4.2.2.3 Flesberg-dommen**

Som nevnt var spørsmålet i Flesberg-dommen hvordan aksjens «virkelige verdi» skulle forstås når aksjonæren krevde innløsning av sine aksjer som følge av at styret nektet å gi samtykke til aksjeoverdragelsen, jf. aksjeloven § 4-17 første ledd nr. 4, jf. femte ledd.

Avgjørende for at førstvoterende i Flesberg-dommen la til grunn aksjens omsetningsverdi for beregningen av løsningssummen, var for det første aksjelovens forarbeider.<sup>87</sup> Videre trakk formålet med innløsningsadgangen i § 4-17 første ledd nr. 4 i retning av at omsetningsverdien måtte anses som det rimelige utgangspunktet.<sup>88</sup> En slik tolkning ville også holde kjøperen skadesløs.<sup>89</sup> Det var heller ingenting som tydet på at det var et ønske å sikre overdrageren eller erververen en verdi tilsvarende aksjens andel i selskapets underliggende verdier.<sup>90</sup>

Ved selskapets utelukkelse av en aksjonær foreligger det ikke et tidligere salg av samme aksjepost, og da heller ikke en erverver som holdes skadesløs. Dette trekker i retning av at disse momentene ikke i samme grad vil gjøre seg gjeldende for valg av verdsettelsesprinsipp ved utelukkelse av en aksjonær.

I Flesberg-dommen ble det til slutt vektlagt at en løsningssum beregnet med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi ville medføre en fare for at aksjonæren ville alliere seg med en kjøper som neppe ville få samtykke til ervervet. På denne måten kunne aksjonæren få en

---

<sup>87</sup> Rt. 2007 s. 1392 (avsnitt 41)

<sup>88</sup> *Ibid.*

<sup>89</sup> *Ibid.*

<sup>90</sup> *Ibid.*(avsnitt 43)

høyere pris for aksjen enn det som følger av et normalt salg. En slik adgang konkludert førstvoterende med at det ikke bør åpnes for.<sup>91</sup> I tillegg ville en innløsning gå på bekostning av selskapets egenkapital.<sup>92</sup> Disse momentene trakk i retning av at løsningssummen måtte beregnes med utgangspunkt i aksjens omsetningsverdi.

Hensynet til å forhindre misbruk, samt hensynet til selskapets kapital, vil kunne gjøre seg gjeldende ved valg av verdsettelsesprinsipp ved utelukkelse av en aksjonær. Disse momentene vil bli vurdert i henholdsvis kapittel 4.3.5 og 4.3.2.

### **4.2.3 Lagmannsrettsavgjørelsene i lys av høyesterettspraksis**

Som nevnt er utgangspunktet at Øyo-dommen og LB-2008-80764-2 må tilleggs betydelig vekt ved tolkningen av virkelig verdi. Spørsmålet i dette kapittelet er om de to lagmannsrettsavgjørelsenes vekt svekkes i lys av Bergshav-dommen. Hvilken rettskildemessig vekt lagmannsrettens avgjørelser skal tillegges for valg av verdsettelsesprinsipp, beror i første rekke på en tolkning og analyse av lagmannsrettsavgjørelsenes domspremisser.

Det følger av redegjørelsen i kapittel 4.2.1 at både Øyo-dommen og LB-2008-80764-2 har lagt vekt på at henvisningen i §§ 4-24, § 4-25 og 4-17 til § 4-17 femte ledd tilsa at samme verdsettelsesprinsipp skulle legges til grunn både for aksjeloven §§ 4-24, 4-25 og 4-17. En slik tolkning vil kunne medføre et enkelt praktiserbart regelverk.

At et regelverk skal være enkelt praktiserbart har ofte gode grunner for seg. Et enkelt praktiserbart regelverk vil skape forutberegnelighet for leseren. Aksjelovgivningen er et regelsett som aktivt brukes av andre uten juridisk bakgrunn, eksempelvis regnskapsmedarbeidere, det er derfor hensiktsmessig at like begrep tolkes likt. At uttrykket virkelig verdi skal forstås likt alle steder i aksjelovgivningen vil derfor medføre en forenkling av aksjelovens regler.

Som presentert, la Bergshav-dommen til grunn at det ikke utelukkende kunne legges vekt på at løsningssummen skulle beregnes likt for alle tilfeller som henviste til aksjeloven § 4-17 femte ledd. Ettersom Bergshav-dommen har lagt til grunn at aksjen «virkelige verdi» skal

---

<sup>91</sup> *Ibid.* (avsnitt 44)

<sup>92</sup> *Ibid.*



forstås som selskapets underliggende verdi etter § 4-24 tredje ledd jf. § 4-17 femte ledd, innebærer dette at løsningssummen skal beregnes forskjellig etter aksjeloven § 4-24 og 4-17.

Da Øyo-dommen og LB-2008-80764-2 har lagt betydelig vekt på at henvisningen i § 4-24 og § 4-25 til § 4-17 tilsa at løsningssummen skulle beregnes med samme utgangspunkt, trekker dette i retning av lagmannsrettsavgjørelsene har svekket vekt ved tolkningen av aksjens «virkelige verdi», jf. § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

Videre følger det av kapittel 4.2.1 at Øyo-dommen har lagt til grunn at Norway Seafoods-dommens begrep «aksjen virkelige verdi» ikke tilsvarte aksjens «virkelige verdi» i aksjeloven § 4-17 femte ledd. Dette innebærer at lagmannsretten la til grunn at Norway Seafoods-dommen ikke hadde noen betydning ut over tilfelle av tvangsinnløsning i allmennaksjeloven § 4-26. Ettersom Bergshav-dommen la til grunn Norway Seafood-dommens premisser ved tolkningen av virkelige verdi, er Norway Seafood-dommen en del av rettskildebildet. Dette trekker i retning av at Øyo-dommens vekt ytterligere svekkes ved tolkningen av aksjens «virkelige verdi» jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd jf. § 4-17 femte ledd.

I Bergshav-dommen ble det foretatt en bred vurdering av hvilke hensyn som gjorde seg gjeldende ved valg av verdsettelsesprinsipp. Dersom det ikke foretatt en slik bredere vurdering basert på de relevante hensyn i Øyo-dommen og LB-2008-80764-2, trekker dette også i retning av at lagmannsrettsavgjørelsens vekt svekkes.

Som redegjort for sto minoritetshensynet sentralt både i Norway Seafoods- og Bergshav-dommen.<sup>93</sup> I Øyo-dommen var det som presentert en minoritetsgruppe på ca. 24 % som ble utelukket fra selskapet. Lagmannsretten tok ikke opp spørsmålet om minoriteten i dette tilfellet skulle tillegges et vern. Da lagmannsretten ikke behandler dette momentet trekker det i retning av at Øyo-dommens vekt svekkes ved tolkningen av aksjens «virkelige verdi», jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

I LB-2008-80764-2 er det ikke vist til reelle hensyn. Dette trekker i retning av at også denne dommen har svekket vekt ved tolkningen av aksjens «virkelige verdi» ved utelukkelse av en aksjonær, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

Av redegjørelsen over følger det momenter som trekker i retning av at Øyo-dommen og LB-2008-80764-2 har svekket vekt ved tolkningen aksjen «virkelige verdi» i dag, jf. § 4-25 tredje

---

<sup>93</sup> Se Rt. 2003 s. 713 (avsnitt 70), HR-2016-1439-A (avsnitt 158)

ledd, jf. § 4-17 femte ledd. Hvorvidt lagmannsrettens øvrige drøftelser, herunder hvilken vekt hensynet til selskapskapitalen, samt hvilken adgang det er til å legge vekt på alminnelige rimelighetsbetraktninger, er av betydningen for tolkningen av virkelig verdi beror på en vurdering av drøftelsenes godhet. Hvilken betydning disse hensynene har fastsettelsen av løsningssummen vil bli vurdert i kapittel 4.3.2 og 4.3.4.

Som konkludert i kapittel 4.1.3 kreves det tilstrekkelige holdepunkter i rettskildene for å fravike forarbeidenes utgangspunkt om at løsningssummen fastsettes etter aksjens omsetningsverdi.

Ettersom Øyo-dommen og LB-2008-80764-2 legger til grunn aksjens omsetningsverdi som utgangspunkt for beregningen av løsningssummen, kan ikke disse dommene begrunne en fravikelse av aksjelovens forarbeider.

## **4.3 Reelle hensyn**

### **4.3.1 Ulike reelle hensyn**

Reelle hensyn er en samlebetegnelse på ulike typer godhetsvurderinger.<sup>94</sup> Ulike type godhetsvurderinger kan være hvilket tolkningsalternativ som gir regelen det beste materielle innhold, eller hvordan regelen skal forstås for at den skal være praktikabel og ikke unødvendig prosesskapende.<sup>95</sup> Som redegjort for i kapittel 4.2.2 sto ulike reelle hensyn sentralt ved tolkningen av virkelig verdi i Norway Seafoods-, Flesberg- og Bergshavdommen. I disse tre dommene er det foretatt konkrete vurderinger av hvilket verdsettelsesprinsipp som bidrar til å fremme innløsningsregelens formål, samt hvilket verdsettelsesprinsipp som hindrer uønskede virkninger ved innløsningsbestemmelsen.

Hvorvidt de ulike hensyn drøftet i rettspraksis er av betydning for valg av verdsettelsesprinsipp beror på en konkret vurdering av i hvilken grad de ulike hensynene gjør seg gjeldende ved valg av verdsettelsesprinsipp når en aksjonær utelukkes.

Hensynet til vern av selskapets kapital vil bli vurdert i kapittel 4.3.2. Minoritetshensynets betydning for valg av verdsettelsesprinsipp vil bli vurdert i kapittel 4.3.3. Som redegjort for

---

<sup>94</sup> Erik Monsen, *Innføring i juridisk metode og oppgaveteknikk*, Oslo 2012 s. 47

<sup>95</sup> Jens Edvin A. Skoghøy «Reelle hensyn som rettskilde», *Lov og Rett*, 2013 s. 257-258 (s. 257)

har Øyo-dommen lagt til grunn alminnelige rimelighetsbetraktninger ved valg av verdsettelsesprinsipp. Om det er adgang til å vektlegge slike hensyn drøftes i kapittel 4.3.4.

I kapittel 4.3.5 drøftes hensynet til å forhindre misbruk av retten til å kreve utelukkelse. Til slutt vil det i kapittel 4.3.6. redegjøres for hvilken betydning aksjelovens øvrige bestemmelser har for valg av verdsettelsesprinsipp ved utelukkelse av en aksjonær.

### **4.3.2 Hensynet til vern av selskapskapitalen**

Som nevnt går en utelukkelse på bekostning av selskapets egenkapital. I Øyo-dommen er det lagt til grunn at hensynet til selskapets egenkapital trekker i retning aksjens «virkelige verdi» skal forstås som aksjens omsetningsverdi, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

Hensynet til selskapets egenkapital var også et moment i Bergshav-dommen som trakk i retning av at løsningssummen måtte beregnes etter aksjens omsetningsverdi. Førstvoterende la imidlertid til grunn at hensynet til selskapets egenkapital var hensyntatt gjennom aksjeloven § 4-24 andre ledd. Dette innebar at det ikke kunne tillegges avgjørende vekt ved tolkningen av aksjens «virkelige verdi» jf. § 4-24 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

Aksjeloven § 4-25 har ingen bestemmelse tilsvarende aksjeloven § 4-24 andre ledd, men som redegjort for i kapittel 4.1.4 er styret forpliktet etter aksjeloven § 4-25 andre ledd til å foreta en interesseavveining av behovet for utelukkelsen av aksjonæren og selskapets økonomi. Som presentert er det styret sin plikt til å sørge for at selskapet til en hver tid har forsvarlig egenkapital, også etter utelukkelsen, jf. aksjeloven § 3-4.

Dersom en utelukkelse av en aksjonær medfører at selskapet etter utelukkelsen ikke har forsvarlig egenkapital, kan styret ikke fremme forslag til generalforsamlingen om utelukkelse av aksjonæren. Bryter styret plikten til å forvalte selskapet på en forsvarlig måte, kan styret bli erstatningsansvarlig i medhold av aksjeloven § 17-1. Selskapets kapital er følgelig hensyntatt gjennom aksjeloven § 4-25 andre ledd. Dette er også lagt til grunn i aksjelovens forarbeider.<sup>96</sup>

Hensynet til vern av selskapskapitalen trekker i retning av at aksjens «virkelige verdi» skal forstås som aksjens omsetningsverdi, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

---

<sup>96</sup> Se NOU 1996: 3 s. 76

Ettersom selskapets egenkapital er vernet gjennom aksjeloven § 4-25, kan det stilles spørsmål ved hvilken vekt hensynet skal tillegges ved tolkningen av aksjens «virkelige verdi», jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd. I kapittel 4.3.3 vil hensynet til vern av selskapskapitalen vektes mot hensynet til vern av selskapets minoritet.

### 4.3.3 Minoritetshensynet

Som presentert i kapittel 4.2.2 har minoritetshensynet blitt tillagt betydelig vekt i både Norway Seafoods- og Bergshav-dommen. I det videre vil det vurderes hvilken vekt minoritetshensynet skal tillegges ved valg av verdsettelsesprinsipp når en aksjonær utelukkes.

Aksjeloven § 4-25 ble innført i tråd med det styrkede minoritetsvernet ved aksjelovreformen i 1997.<sup>97</sup> På bakgrunn av det alminnelige flertallskravet i aksjelovgivningen, må minoriteten vanligvis finne seg i å bli nedstemt på selskapets generalforsamling.<sup>98</sup> Fordi minoriteten som et utgangspunkt har liten innflytelse på selskapets drift, har lovgiver flere steder i aksjelovgivningen valgt å gi minoriteten et vern. Minoriteten er blant annet vernet mot myndighetsmisbruk i aksjeloven §§ 5-21 og 6-28 og gitt en rett til å kreve granskning etter § 5-25. Formålet med å gi minoriteten slike rettigheter er generelt å beskytte minoriteten mot majoritetens handlinger.<sup>99</sup>

Som presentert i kapittel 3.2 er det i praksis en minoritet som utelukkes fra et aksjeselskap. Videre følger det av kapittel 2 at forslag om å fremme utelukkelse av en aksjonær for domstolen treffes med alminnelig flertall i generalforsamlingen, jf. aksjeloven § 5-17. Dette innebærer at det er majoriteten i selskapet som treffer beslutningen om å fremme krav for domstolen om utelukkelse. All den tid formålet med minoritetsvernet er å beskytte minoriteten mot majoritetens handlinger, trekker dette i retning av minoriteten må tillegges et vern etter aksjeloven § 4-25. Ettersom en løsningssum beregnet med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier er mest fordelaktig for minoriteten, trekker minoritetshensynet i retning av aksjens «virkelige verdi» skal forstås som selskapets underliggende verdi, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

Da en løsningssum beregnet med utgangspunkt selskapets underliggende verdi er det mest fordelaktige alternativet for en minoritetsaksjonær, står hensynet til vern av selskapskapitalen

---

<sup>97</sup> *Ibid.* s. 73

<sup>98</sup> Woxholth s. 70

<sup>99</sup> Andenæs s. 139

mot hensynet til vern av minoriteten mot hverandre ved valg av verdsettelsesprinsipp.<sup>100</sup> Spørsmålet som følger er hvilket av de to hensynene som skal tillegges mest vekt ved tolkningen av aksjens «virkelige verdi», jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

I Bergshav-dommen foretok førstvoterende en avveining av minoritetshensynet mot hensynet til selskapet og dets øvrige aksjonærer. Saksøkte anførte at en løsningssum beregnet med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier ville være uheldig for de aksjonærer som ikke hadde gjort seg skyldig i myndighetsmisbruk.<sup>101</sup> Førstvoterende avviste dette standpunktet med støtte i forarbeidene, og la til grunn at hensynet til de øvrige aksjonærene var ivaretatt gjennom aksjeloven § 4-24 andre ledd.<sup>102</sup> Førstvoterende presiserte at det samme måtte gjelde dersom aksjonæren krevde innløsning på bakgrunn av § 4-24 første ledd nr. 3.<sup>103</sup> Av den grunn ble hensynet til vern av minoritetsaksjonærene tillagt større vekt enn hensynet til selskapskapitalen.

Aksjeloven § 4-24 første ledd nr. 3 er tilsvarende aksjeloven § 4-25 første ledd nr. 2.<sup>104</sup> Bestemmelsene gir henholdsvis aksjonæren og selskapet en rett til å kreve innløsning dersom det foreligger et «alvorlig og varig motsetningsforhold mellom aksjeeieren og andre aksjeeiere i selskapet vedrørende driften av selskapet». Likheter i de materielle vilkårene i § 4-25 første ledd nr. 2 og § 4-24 første ledd nr. 3 trekker i retning av at løsningssummen også skal beregnes med samme utgangspunkt. Det må her presiseres at Bergshav-dommen ikke drøfter spørsmålet om valg av verdsettelsesprinsipp for aksjeloven § 4-24 første ledd nr. 3. Det er likevel gode grunner for at løsningssummen skal beregnes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi dersom aksjonæren krever innløsning i medhold av § 4-24 første ledd nr. 3.

For det første vil det være lite retts teknisk heldig å legge ulike verdsettelsesprinsipper til grunn for de ulike innløsningsgrunnlagene innad i samme bestemmelse. I flere innløsningssituasjoner vil flere av de ulike materielle vilkårene kunne være oppfylt på samme tid. Dersom løsningssummens størrelse avhenger av hvilket grunnlag retten mener innløsningen skal baseres på vil dette medføre en dårlig retts teknisk løsning. I likhet med

---

<sup>100</sup> Se kapittel 3.2.3

<sup>101</sup> HR-2016-1349-A (avsnitt 160)

<sup>102</sup> *Ibid.* (avsnitt 160-162)

<sup>103</sup> *Ibid.* (avsnitt 162)

<sup>104</sup> Aabakke mfl. s. 301

innløsning etter § 4-24 første ledd nr. 1 er formålet med aksjonærens rett til innløsning etter aksjeloven § 4-24 første ledd nr. 3 å verne om selskapets minoritetsaksjonærer. Disse momentene trekker i retning av at selskapets underliggende verdi skal legges til grunn for beregningen av løsningssummen ved innløsning etter aksjeloven § 4-24 første ledd nr. 3.

Da det foreligger gode grunner for at løsningssummen også etter aksjeloven § 4-24 første ledd nr. 3 skal forstås som aksjens omsetningsverdi, trekker likheten i de materielle vilkårene i § 4-25 først ledd nr. 2 og § 4-24 første ledd nr. 3 i retning av at Bergshav-dommens vekting av hensynene har overføringsverdi ved valg av verdsettelsesprinsipp. Dersom tilsvarende vekting av de to hensynene skal legges til grunn ved tolkningen av virkelige verdi ved selskapets krav om utelukkelse, må selskapskapitalen og minoriteten ha tilsvarende vern i aksjeloven § 4-25.

Som det fremgår av kapittel 4.3.2 følger det at selskapets egenkapital er hensyntatt gjennom § 4-25 andre ledd. Da det i praksis er en minoritet som utelukkes fra selskapet trekker dette i retning av minoritetshensynet skal vektas tyngre enn hensynet til selskapets egenkapital.

Minoritetshensynet trekker i retning av at aksjens «virkelige verdi» skal forstås som aksjens andel av selskapets underliggende verdi, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

Som presentert i kapittel 4.1.2 er utgangspunktet i aksjelovens forarbeider at løsningssummen skal beregnes etter aksjens omsetningsverdi. Minoritetshensynet trekker derfor i en annen retning enn forarbeidene. I kapittel 4.1.3 fremgår det at minoritetshensynet var et moment som trakk i retning av at forarbeidene kunne fravikes i Bergshav-dommen.<sup>105</sup> I Bergshav-dommen trakk også formålet og hensynet til å forhindre misbruk i retning av at forarbeidene kunne fravikes.<sup>106</sup> Minoritetshensynet kan av denne grunn ikke alene begrunne en fravikelse av aksjelovens forarbeider. Hensynet må imidlertid tillegges betydelig vekt ved tolkningen aksjens «virkelige verdi», jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

#### **4.3.4 Betydningen av subjektiv skyld**

Som redegjort for over er minoritetshensynets formål å verne minoriteten mot majoritetens handlinger. Som presentert i kapittel 1.2 kan en utelukkelse skyldes minoritetens egen klanderverdige handling eller unnlatelse. Av den grunn kan det stilles spørsmål ved om det er

---

<sup>105</sup> HR-2016-1439-A (avsnitt 163)

<sup>106</sup> *Ibid.*

grunnlag for å verne en minoritet som selv er skyld i at selskapet fremmer et krav om utelukkelse.

Som redegjort for i kapittel 4.2.1 ble det i Øyo-dommen lagt vekt på at alminnelige rimelighetsbetraktninger ved tolkningen av virkelige verdi. Etter aksjeloven § 4-25 første ledd nr. 1 vil aksjonæren som utelukkes selv være å bebreide for at han utelukkes. I Øyo-dommen ble det lagt til grunn at det kunne føles svært urimelig for selskapets øvrige aksjonærer at en aksjonær på grunn av sin klanderverdige opptreden skulle få aksjens andel av selskapets underliggende verdi ved utelukkelsen.

Dersom utelukkelsen skjedde på bakgrunn av et «alvorlig og varig motsetningsforhold» ble det lagt til grunn i Øyo-dommen at et motsetningsforhold kunne oppstå uten at noen av partene kunne bebreides for sine respektive handlinger eller standpunkt, jf. aksjeloven § 4-25 første ledd nr. 2 første alternativ. Tilsvarende måtte legges til grunn dersom utelukkelsen skyldtes «andre tungtveiende grunner», jf. aksjeloven § første ledd nr. 2 andre alternativ. Det ble imidlertid presisert at det normalt ville være forhold på minoritetsaksjonærens side som i alle fall hadde en medvirkende årsak til utelukkelsen. Av den grunn forelå det heller ikke hensyn av betydning som tilsa at aksjonæren skulle få en løsningssum beregnet med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi.

Det ble altså i Øyo-dommen lagt til grunn at aksjonærens subjektive skyld trakk i retning av at den utelukkede aksjonæren kun skulle få et vederlag tilsvarende aksjens omsetningsverdi.

Spørsmålet er imidlertid om det er adgang til å vektlegge slike rimelighetsbetraktninger som lagt til grunn i Øyo-dommen, herunder om det er adgang til å vektlegge aksjonærens subjektive skyld ved valg av verdsettelsesprinsipp.

Forarbeidene har ikke behandlet spørsmålet om det er adgang til å vektlegge aksjonærens subjektive skyld ved tolkningen av virkelig verdi.

Som redegjort for over krevde minoritetsaksjonæren i Bergshav-dommen innløsning på bakgrunn av majoritetens myndighetsmisbruk.<sup>107</sup> I denne saken var det altså majoritetsaksjonæren som var å bebreide for at minoriteten krevde aksjene innløst. Ved valg av verdsettelsesprinsipp for beregningen av løsningssummen la ikke førstvoterende vekt på at

---

<sup>107</sup> *Ibid.* (avsnitt 123-136)

majoritetsaksjonærens klanderverdige opptreden. Dette trekker i retning av at subjektiv skyld ikke er av betydning for valg av verdsettelsesprinsipp ved utelukkelse av en aksjonær.

Dersom subjektiv skyld skal være av betydning for valg av verdsettelsesprinsipp, kan dette medføre at det må foretas en konkret vurdering av hvem som er mest å bebreide for utelukkelsen. Dette kan medføre at ulike verdsettelsesprinsipp skal legges til grunn for ulike utelukkelsesgrunnlag. En slik løsning kan bidra til å fremme et regelverk som er retts teknisk uheldig.

For det første vil dette medføre vanskeligheter ved tolkningen av de materielle vilkårene for utelukkelse. Dersom valg av verdsettelsesprinsipp avhenger av subjektiv skyld, vil retten måtte sette klare grenser for hvilke handlinger som faller inn under aksjeloven § 4-25 første ledd nr. 1 og nr. 2. Det vil imidlertid ikke alltid være like lett å skille mellom de ulike utelukkelsesgrunnlagene, da de materielle vilkårene i aksjeloven § 4-25 i stor grad overlapper hverandre. Dette illustreres av LB-2008-80764-2. I denne dommen la flertallet til grunn at vilkårene for innløsning etter aksjeloven § 4-25 første ledd nr.1 var oppfylt. Flertallet la videre til grunn at det heller ikke var tvil om at det hadde oppstått et alvorlig og varig motsetningsforhold, samt at tungtveiende grunner ga hjemmel for utelukkelse i medhold av aksjeloven § 4-25 første ledd nr. 2.

Dersom valg av verdsettelsesprinsipp skal avhenge av aksjonærens skyld, vil en slik løsning også medføre vanskeligheter for styret. Ettersom løsningssummens størrelse i stor grad vil avhenge av valg av verdsettelsesprinsipp, vil styret ikke kunne vurdere selskapets økonomiske stilling etter utelukkelsen uten å vite om aksjonæren skal utelukkes etter aksjeloven § 4-25 første ledd nr. 1 eller nr. 2.

Ettersom Bergshav-dommen ikke har lagt vekt på subjektiv skyld ved valg av verdsettelsesprinsipp, samt at et slikt utgangspunkt vil medføre et regelverk som er vanskelig å praktisere, kan subjektiv skyld ikke tillegges betydning for valg av verdsettelsesprinsipp.

Det er avslutningsvis grunn til å bemerke at i de tilfeller minoriteten faktisk er å bebreide for at han har blitt utelukket, og hans handling har påført selskapet et tap, kan selskapet kreve tapet erstattet etter alminnelig erstatningsrettslige regler eller aksjeloven § 17-1. Aksjonæren



kan også bli strafferettslig ansvarlig dersom han har gjort seg skyldig i eksempelvis underlag fra selskapet.<sup>108</sup>

#### **4.3.5 Hensynet til å forhindre misbruk av retten til å utelukke en aksjonær**

I dette kapittelet skal det vurderes hvorvidt det foreligger en mulighet for selskapet til å misbruke retten til å fremme krav om utelukkelse

Som redegjort for i kapittel 4.4.2 var et sentralt moment for valg av verdsettelsesprinsipp i Flesberg- og Bergshav-dommen hvilke muligheter aksjonæren eller selskapet hadde til å misbruke adgangen til innløsning. Som presentert forelå det i Flesberg-dommen en mulighet for aksjonæren til å misbruke retten til å kreve innløsning, dersom løsningssummen ble beregnet med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi.

I Bergshav-dommen trakk misbrukshensynet i retning av selskapets underliggende verdi skulle legges til grunn for beregning av løsningssummen. Dersom løsningssummen skulle beregnes med utgangspunkt i aksjens omsetningsverdi, ville dette kunne bidra til myndighetsmisbruk. Dette trakk også i retning av at aksjelovens forarbeider kunne fravikes.

Om det foreligger en adgang til å misbruke retten til utelukkelse beror i første rekke på en vurdering av de materielle vilkårene i aksjeloven § 4-25.

Det følger av forarbeidene at faren for misbruk er hensyntatt gjennom de snevre rammene for når aksjelovens § 4-25 får anvendelse.<sup>109</sup> Videre er det lagt til grunn at misbruk av aksjeloven § 4-25 også forhindres ved at søksmålsbyrden er lagt på selskapet.<sup>110</sup> Uttalelsen viser at lovgiver ved utformingen av aksjeloven § 4-25 har vært klar over muligheten for misbruk av selskapets rett til å fremme krav om utelukkelse. Dette trekker i retning av at det er få muligheter for selskapet til å misbruke retten til å kreve en aksjonær utelukket.

Det kan likevel reises spørsmål ved om det foreligger en mulighet for selskapet til å misbruke retten til å kreve utelukkelse gjennom vilkåret «alvorlig og varig motsetningsforhold». Ordlyden av «alvorlig og varig motsetningsforhold» stenger ikke for at selskapet kan fremprovosere et motsetningsforhold for å kvitte seg med en aksjonær selskapet finner

---

<sup>108</sup> Se lov 20. mai 2005 nr. 28 om straff

<sup>109</sup> NOU 1996: 3 s. 76

<sup>110</sup> Ot. Prp. nr. 23 (1996-1997) s. 110

brysom. Dersom selskapet anvender utelukkelsesadgangen til å kvitte seg med brysomme aksjonærer til en lav verdi, kan dette anses som et misbruk av bestemmelsen. En løsningssum beregnet etter aksjens omsetningsverdi vil kunne føre til at selskapet vil kunne bli fristet til å konstruere eller fremprovosere et motsetningsforhold. Selskap vil imidlertid ikke ha en mulighet for misbruk av retten til utelukkelse dersom domstolen ikke gir medhold i et krav om utelukkelse fremprovosert av selskapet.

Samlet sett peker rettskildene i retning av at domstolen ikke vil gi selskapet medhold i et utelukkelseskrav som er fremprovosert eller konstruert for å kvitte seg med en aksjonær. I Rt. 2000 s. 931 (Inco-dommen) ble det lagt til grunn at aksjonærens subjektive skyld skulle tillegges betydning ved spørsmålet om aksjonæren skulle få medhold i kravet om oppløsning etter alminnelige rettsgrunnsetninger. Det ble i denne saken lagt til grunn at den som selv har fremkalt en umulig samarbeidssituasjon ikke vil stå like sterkt ved et senere krav om oppløsning av selskapet.<sup>111</sup> Aksjonærens adgang til å kreve selskapet oppløst er i likhet med utelukkelse etter § 4-25 en unntaksbestemmelse om at uttrede fra selskapet skjer ved overdragelse.<sup>112</sup> Dette trekker i retning av at subjektiv skyld også bør tillegges betydning ved de materielle vilkårene for utelukkelse.

Underrettspraksis trekker i retning av subjektiv skyld skal tillegges betydning for tolkningen av aksjeloven § 4-24 første ledd nr. 3.<sup>113</sup> Ettersom aksjeloven § 4-25 førte ledd nr. 2 tilsvarer § 4-24 første ledd nr. 3 trekker dette i retning av at subjektiv skyld også er av betydning for de materielle vilkårene i aksjeloven § 4-25 første ledd nr. 2.

Ettersom retten trolig ikke vil gi medhold i et utelukkelseskrav konstruert eller fremprovosert av selskapet, foreligger det få praktiske muligheter for selskapet til å utelukke en aksjonær. Dette trekker i retning av at løsningssummen kan beregnes etter aksjens omsetningsverdi.

Det følger av kapittel 3.2 at hvorvidt aksjens omsetningsverdi samsvarer med aksjens andel av selskapets underliggende verdi i stor grad er avhengig av hvor god informasjonstilgangen til selskapet er. En tilbakeholdelse av informasjon fra selskapet, vil derfor kunne påvirke beregningen av løsningssummen. I Norway Seafoods-dommen ble tilbakeholdelse av informasjon ansett som illojal opptreden fra majoritetens side ettersom selskaper notert på børs har en omfattende informasjonsplikt. Førstvoterende la til grunn at dersom aksjens

---

<sup>111</sup> Rt. 2000 s. 931 (s. 940)

<sup>112</sup> Andenæs s. 640

<sup>113</sup> RG 2004 s. 1346

omsetningsverdi var utgangspunktet for verdsettelsen av aksjene, ville dette kunne medføre at majoriteten kunne bli fristet til å opptre illojalt ved å holde tilbake opplysninger av betydning for verdsettelsen.<sup>114</sup>

Til tross for at aksjene i Norway Seafoods-dommen var noterte på børs kan argumentet få betydning i en utelukkelsessituasjon dersom det kan oppstå situasjoner der det kan anses som illojalt å holde tilbake informasjon i et aksjeselskap. I det videre vil det drøftes om det i et aksjeselskap kan anses som illojalt å holde tilbake informasjon i et aksjeselskap.

I et aksjeselskap foreligger det ikke en informasjonsplikt for ledelsen i selskapet. Aksjonæren i et aksjeselskap kan kun kreve at styremedlemmer og daglig leder på generalforsamlingen gir opplysninger om forhold som kan innvirke på bedømmelsen av «godkjennelse av årsregnskap og årsberetningen», «saker som er forlagt aksjonærene til avgjørelse», og «selskapets økonomiske stilling», jf. aksjeloven § 5-15 første ledd nr. 1-3. Aksjelovens system er at minoriteten ikke kan kreve at styret fremlegger ytterligere informasjon enn det som følger av aksjeloven § 5-15 første ledd nr. 1-3. Dersom minoritetsaksjonæren mistenker at selskapets ledelse ikke i tilstrekkelig grad ivaretar selskapsinteressen er aksjonæren henstilt til å kreve granskning av selskapet, jf. aksjeloven § 5-25. Aksjelovens system trekker derfor i retning av at tilbakeholdelse av annen informasjon enn den som omfattes av § 5-15 første ledd ikke kan anses som illojalt.

Utgangspunktet er derfor at det ikke er illojalt av selskapet å holde tilbake annen informasjon enn den som aksjonæren kan kreve fremlagt etter aksjeloven § 5-15.

Som redegjort for over, er det få muligheter for selskapet til å misbruke retten til å kreve en aksjonær utelukket. At det foreligger få muligheter for selskapet til å misbruke retten til å kreve utelukkelse trekker i retning av at aksjens «virkelige verdi» må forstås som aksjens omsetningsverdi, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

---

<sup>114</sup> Rt. 2003 s. 713 (avsnitt 71)

## **4.3.6 Forholdet til aksjelovens øvrige bestemmelser**

### **4.3.6.1 Forholdet til aksjelovens hovedregel**

Som presentert i kapittel 1.1 er aksjelovens hovedregel at uttreden fra et aksjeselskap skjer ved overdragelse av aksjeposten. Dersom aksjonæren velger å tre ut av et aksjeselskap ved å selge sin aksje, får aksjonæren en pris for aksjen tilsvarende det markedet er villig til å betale for aksjeposten hensyntatt minoritets- og/eller likviditetsrabatt.

Som presentert innledningsvis må aksjonæren som et utgangspunkt selv bære risikoen for at han ved et eventuelt aksjesalg ikke oppnår en pris som harmonerer med selskapets underliggende verdi. Dette trekker i retning av at aksjonæren også ved utelukkelse skal få aksjens omsetningsverdi.

### **4.3.6.2 Betydningen av aksjelovens øvrige innløsningsbestemmelser**

Så langt i oppgaven har aksjeloven §§ 4-17, 4-24 og 4-26 blitt behandlet gjennom de tre høyesterettsavgjørelsene.<sup>115</sup> I dette kapittelet vil det redegjøres for hvilken betydning aksjelovens øvrige innløsningsbestemmelser har for tolkningen av aksjens «virkelige verdi», jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, § 4-17 femte ledd.

Aksjens «virkelige verdi» er også utgangspunktet for beregningen av løsningssummen når selskapets øvrige aksjonærer utøver forkjøpsrett, og når aksjonæren som ikke lenger oppfyller vedtektsfestede personklausuler krever innløsning, jf. aksjeloven § 4-23, jf. § 4-17 femte ledd og § 4-18 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

Hvordan verdsettelsen skal fastsettes etter disse bestemmelsene er ikke direkte behandlet av Høyesterett. Tendensen går imidlertid mot at virkelig verdi skal forstås som aksjens omsetningsverdi. I Flesberg-dommen uttaler førstvoterende at det tidligere avtalte vederlaget mellom overdrageren og erververen også må danne utgangspunktet for tolkningen virkelig verdi når det utøves forkjøpsrett.<sup>116</sup> Dersom aksjonæren krever sine aksjer innløst fordi han ikke lenger oppfyller vedtektsfestede personklausuler er det lagt til grunn i RG 2011 s. 1030 at løsningssummen også skal beregnes med utgangspunkt i aksjens omsetningsverdi.

---

<sup>115</sup> Rt. 2003 s. 713, Rt. 2007 s. 1392, HR-2016-1439-A

<sup>116</sup> Rt. 2007 s. 1392 (avsnitt 39)

Valg av verdsettelsesprinsipp, når de øvrige aksjonærene utøver forkjøpsrett og når aksjonæren oppfyller vedtektsfestede personklausuler, er derfor basert på blant annet momenter fra Flesberg-dommen. Ved tolkningen av «virkelig verdi» foreligger det derfor ikke noen momenter utover det som følger av Norway Seafoods-, Flesberg-, og Bergshav-dommen som kan bidra til tolkningen av aksjens «virkelige verdi» ved utelukkelse av en aksjonær, aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

Etter aksjeloven § 16-19 annet ledd kan selskapet kreve en aksjonær innløst, som et alternativ til oppløsning av selskapet etter § 16-19 første ledd. I slike tilfeller skal løsningssummen fastsettes under «hensyn til selskapets økonomiske stilling og muligheter». Spørsmålet om hvordan løsningssummen i dette tilfellet skal fastsettes er ikke løst i rettspraksis. Truyen argumenterer for at løsningssummen etter denne bestemmelsen bør fastsettes etter selskapets underliggende verdi. Argumentasjonen i denne artikkelen bygger på hensynene som er lagt til grunn i Norway Seafoods-, Flesberg- og Bergshav-dommen.<sup>117</sup> Ved tolkningen av «hensyn til selskapets økonomiske stilling og muligheter» foreligger det ikke noen ytterligere momenter ut over de som fremgår av Norway Seafoods-, Flesberg- og Bergshav-dommen.

#### **4.3.6.3 Andre former for verdsettelse som benytter begrepet virkelig verdi**

Aksjeloven inneholder flere bestemmelser hvor det for ulike formål må foretas en verdsettelse, og i flere av disse bestemmelsene brukes uttrykket virkelig verdi. I dette kapittelet vil det bli vurdert hvorvidt de ulike former for verdsettelse kan bidra til tolkningen av virkelige verdi ved selskapets krav om utelukkelse.

Utrykket virkelig verdi brukes eksempelvis i aksjeloven §§ 2-7, 3-2, 3-6, 3-8, 10-12 og 13-18. Disse bestemmelsene regulerer svært ulike forhold sammenlignet med selskapets krav om utelukkelse av en aksjonær. Det dreier seg eksempelvis om verdsettelse av eiendeler som benyttes som aksjeinnskudd i stedet for penger. Felles for disse bestemmelsene, er at virkelig verdi normal skal forstås som eiendelens omsetningsverdi.<sup>118</sup> Ettersom det i disse bestemmelsene også dreier seg om verdsettelse av andre eiendeler enn aksjer, er omsetningsverdien et naturlig utgangspunkt. Dette medfører at aksjelovens øvrige bestemmelser som viser til virkelig verdi ikke skal tillegges særlig vekt ved valg av verdsettelsesprinsipp ved utelukkelse av en aksjonær.

---

<sup>117</sup> Truyen, «Vederlaget ved innløsning av aksjer. Hvor langt rekker Flesberg-dommen?» s. 69

<sup>118</sup> Se blant annet Bråthen 2013 s. 127, Andenæs s. 110, Aarbakke mfl. s. 132 og s. 193

Dette støttes av at det ikke har blitt vist til disse bestemmelsene ved tolkningen av virkelig verdi i henholdsvis Norway Seafoods-, Flesberg- og Bergshav-dommen.

#### 4.3.6.4 Forholdet til selskapsloven

Som redegjort for i kapittel 2 følger det av aksjelovens forarbeider at selskapslovens regler om utelukkelse har dannet utgangspunktet for utformingen av aksjeloven § 4-25.<sup>119</sup> Hvordan løsningssummen skal beregnes ved utelukkelse av en selskapsdeltaker vil derfor kunne være av betydning for valg av verdsettelsesprinsipp ved utelukkelse av en aksjonær.

Det følger av selskapsloven § 2-36 en rett for selskapet til å utelukke en selskapsdeltaker på visse vilkår. Selskapet kan blant annet kreve selskapsdeltakeren utelukket dersom «deltakeren har krenket selskapsforholdet vesentlig ved mislighold» eller om det «foreligger tungtveiende grunner som ellers tilsier utelukkelse», jf § 2-36 første ledd, bokstav b og c. De materielle vilkårene er følgelig tilsvarende med aksjeloven § 4-25 første ledd nr. 1 og nr. 2 andre alternativ.

Ved utelukkelse av en selskapsdeltaker skal utløsningssummen fastsettes til det «andelen er verd ved oppsiingsfristens utløp», jf. selskapsloven § 2-36 femte ledd, jf. § 2-32 første ledd. Videre følger det av selskapsloven § 2-33 første ledd at utløsningssummen skal beregnes på «grunnlag av verdien av selskapets virksomhet». Etter selskapsloven skal altså utløsningssummen fastsettes etter deltakerens andel av selskapets underliggende verdi. Da aksjeloven § 4-25 er utformet etter selskapslovens regler trekker dette i retning av at aksjens «virkelige verdi» skal forstås som aksjens andel av selskapets underliggende verdi, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

På den andre siden må selskapslovens regler om uttreden og utelukkelse av en selskapsdeltaker sees i sammenheng med at selskapsandelen som et utgangspunkt er uoverdragelig, jf. selskapsloven § 2-28. Dersom en selskapsdeltaker ønsker å avslutte deltakerforholdet er utløsning den normale måten å forlate selskapet på.<sup>120</sup> Utgangspunktet hva gjelder aksjeselskap er at aksjen er omsettelig, men er betinget av samtykket fra selskapets styre og øvrige aksjonærer kan utøve forkjøpsrett. I tillegg kan det vedtektsfestes ulike omsetningsbegrensninger.

---

<sup>119</sup> NOU 1996: 3 s. 75

<sup>120</sup> *Ibid.*

Til tross for disse ulikhetene hva gjelder hovedreglene i selskaps- og aksjeloven er den faktiske situasjonen for selskapet svært lik.<sup>121</sup> Dette trekker i retning av selskapslovens utgangspunkt om at selskapsdeltakeren skal få andelen av selskapets underliggende verdi har overføringsverdi for beregningen av løsningssummen ved utelukkelse av en aksjonær. Dette støttes av forarbeidene som syns å mene at aksjonæren ikke bør stå i en dårligere posisjon enn selskapsdeltakeren dersom selskapet beslutter å fremme krav om utelukkelse av en aksjonær.<sup>122</sup>

Dette trekker betydelig i retning av at aksjens «virkelige verdi» skal forstås som aksjens andel av selskapets underliggende verdier, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

#### **4.3.6.5 Sammenhengen mellom aksjelovens innløsningsbestemmelser**

Tidligere i oppgaven har det blitt drøftet om vilkåret virkelige verdi skal forstås likt i alle innløsningsstilfellene. I den videre drøftelsen skal det redegjøres for hvilke verdsettelsesprinsipp som best harmonerer med aksjelovens øvrige innløsningsstilfeller, samt hvilket verdsettelsesprinsipp som bidrar til å forhindre at bestemmelsen blir prosesskapende.

For det første må aksjelovens § 4-25 tolkes i sammenheng med aksjelovens § 4-26 første ledd, annet punktum. Etter § 4-26 første ledd andre punktum har en minoritetsaksjonær som eier 10 prosent eller mindre av aksjene i et datterselskap og har en tilsvarende andel av de stemmene som kan avgis på generalforsamlingen en rett til å kreve at morselskapet overtar aksjene.

I LG-2016-137603 var spørsmålet hvordan løsningssummen skulle beregnes når en minoritetsaksjonær krevde tvangsinnløsning i medhold av allmennaksjeloven § 4-25. Som nevnt, tilsvarende allmennaksjeloven § 4-25 aksjeloven § 4-26 og har derfor overføringsverdi for fastsettelse av løsningssummen ved tvangsinnløsning på minoritetsaksjonærens initiativ i aksjeselskaper. I denne lagmannsrettsavgjørelsen ble det lagt til grunn at aksjene skulle verdsettes med utgangspunkt i selskapets underliggende verdi.

Etter aksjeloven § 4-26 kan aksjonæren, uavhengig av årsak, fremme et krav om tvangsinnløsning. Dette innebærer at så lenge minoriteten eier mindre enn en tiel i et datterselskap, kan aksjonæren kreve at morselskapet tvangsinnløser aksjene. Dette innebærer at dersom aksjonæren som eier mindre enn ti prosent av aksjene krenker selskapsforhold, kan

---

<sup>121</sup> Se også kapittel 2.

<sup>122</sup> NOU 1996: 3 s. 75

han i stedet for å få et krav om utelukkelse mot seg, velge å tvangsinnløse aksjene. Dersom aksjens omsetningsverdi legges til grunn som verdsettelsesprinsipp ved utelukkelsen vil dette medføre en dårlig sammenheng i regelverket. Selskapet vil kunne fremskynde prosessen med å få aksjonæren utelukket, samt aksjonæren vil i noen tilfeller fortære fremme krav om tvangsinnløsning. Dette kan igjen medføre til at færre konflikter mellom selskapet og aksjonæren blir forsøkt løst i minnelighet.

Valg av verdsettelsesprinsipp ved utelukkelse av en aksjonær må også harmoniseres med aksjonærens adgang til å kreve aksjene innløst etter aksjeloven § 4-24. Av oppgavens kapittel 4.3.3 følger det at det er gode grunner for at også selskapets underliggende verdi er utgangspunktet for beregningen av løsningssummen dersom aksjonæren krever innløsning på bakgrunn av et «alvorlig og varig motsetningsforhold» jf. aksjeloven § 4-24 første ledd nr. 3.

Som følge av at vilkåret «alvorlig og varig motsetningsforhold» er likt for § 4-24 og § 4-25, innebærer dette at et motsetningsforhold vil kunne gi både selskapet og aksjonæren en rett til å kreve uttreden. Dersom løsningssummen ved utelukkelse av en aksjonær beregnes med utgangspunkt i omsetningsverdien, og selskapet fremmer krav om utelukkelse først vil aksjonæren kun få en løsningssum basert på aksjens omsetningsverdi. Fremmer aksjonæren krav om utelukkelse først, vil aksjonæren få en løsningssum beregnet med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier. I slike situasjoner oppstår det en «førstemann til mølla-situasjon», hvor valg av verdsettelsesprinsipp avhenger av hvem som først fremmer kravet.

En slik løsning vil kunne virke prosesskapende, og hindre at konflikter blir løst i minnelighet. Av ressurshensyn både for samfunnet og de involverte parter bør konflikter løses i minnelighet, det må derfor tillegges betydelig vekt. Dette trekker betydelig i retning av at aksjens «virkelige verdi» skal forstås som selskapets underliggende verdi, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd.

## **4.4 Avsluttende kommentar**

Drøftelsene i denne oppgaven har vist valg av verdsettelsesprinsipp beror på en konkret vurdering av ulike og til dels motstående hensyn. Gjennom henvisningen til vilkåret «virkelig verdi» i aksjeloven § 4-17 femte ledd ser det ut til at lovgiver har ment at løsningssummen skal beregnes med samme utgangspunkt i alle innløsningssituasjoner, herunder at virkelig verdi må forstås som aksjens omsetningsverdi. Et slikt utgangspunkt vil være i tråd med



utgangspunktet om at aksjonæren ved salg mottar et vederlag for aksjen tilvarende det markedet er villig til å betale.

Tilsvarende utgangspunkt er lagt til grunn i forarbeidene. Som nevnt foreligger det imidlertid flere holdepunkter for at forarbeidene har svekket betydning ved tolkningen av virkelig verdi. I tråd med Bergshav-dommen trekker dette i retning av at forarbeidene kan fravikes, dersom det foreligger holdepunkter i de øvrige rettskilder.

Som redegjort for vil en løsningssum beregnet med utgangspunkt i aksjens omsetningsverdi, kunne medføre et regelverk som er vanskelig å praktisere, og harmonere dårlig med aksjelovens øvrige innløsningsbestemmelser. Videre vil en løsningssum beregnet med utgangspunkt i aksjens omsetningsverdi kunne øke risikoen for at partenes vilje til å løse konflikten om løsningssummen i minnelighet reduseres. Etter min mening foreligger det derfor tilstrekkelige holdepunkter for å fravike utgangspunktet om at løsningssummen skal beregnes etter aksjens omsetningsverdi. Dette støttes av minoritetshensynet.

Etter min mening taler de beste grunner for at aksjens «virkelige verdi» skal forstås som aksjens andel av selskapets underliggende verdier, jf. aksjeloven § 4-25 tredje ledd, jf. § 4-17 femte ledd. Løsningen er imidlertid rettslig usikker, særlig i lys av Øyo-dommen og LB-2008-80764-2 hvor aksjens omsetningsverdi ble lagt til grunn for beregningen av løsningssummen.

## **5 Kilder**

### **5.1 Lover**

Lov 20. mai 2005 nr. 28 om straff

Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper

Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper

Lov 21. juni 1985 nr. 83 om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper

Lov 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper

Lov 31. mai 1918 nr. 4 om avslutning av avtaler, om fullmakt og om ugyldige viljeserklæringer

### **5.2 Forarbeider**

Prop.112 L (2016-2017), Endringer i aksjelovgivningen mv. (modernisering og forenkling)

Ot.prp. nr. 23 (1996-1997), Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)

NOU 2016: 22, Aksjelovgivning for økt verdiskaping

NOU 1996: 3, Ny aksjelovgivning

NOU 1995: 30, Ny regnskapslov

### **5.3 Praksis**

#### **5.3.1 Høyesterettspraksis**

HR-2016-1439-A (A)

Rt. 2007 s. 1392 (A)

Rt. 2003 s. 713 (A)

Rt. 2000 s. 931 (A)

### **5.3.2 Lagmannsrettspraksis**

LG-2016-137603 (Gulating lagmannsrett)

LG-2015-61058 (Gulating lagmannsrett)

LB-2008-80764-2 (Borgarting lagmannsrett)

LB-2007-81650 (Borgarting lagmannsrett)

RG 2012 s. 1142 (Borgarting lagmannsrett)

RG 2011 s. 644 (Borgarting lagmannsrett)

RG 2008 s. 752 (Borgarting lagmannsrett)

LB-2006-53528 (Borgarting lagmannsrett)

RG 2004 s. 790 (Agder lagmannsrett)

RG 2004 s. 1346 (Oslo tingrett)

## **5.4 Litteratur**

### **5.4.1 Bøker**

Andenæs, Mads Henry, *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*, 2. utgave (Oslo 2006)

Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, 3. utgave (Oslo 2008)

Bråthen, Tore, *Selskapsrett*, 4. utgave (Oslo 2013)

Bråthen, Tore, *Styremedlem og aksjonær*, 2. utgave (Bergen 2009)

Monsen, Erik, *Innføring i juridisk metode og oppgaveteknikk* (Oslo 2012)

Schwencke, Hans Robert mfl., *Årsregnskap i teori og praksis 2016*, 18. utgave (Oslo 2017)

Woxholth, Geir, *Selskapsrett*, 5. utgave (Oslo 2014)

Aarbakke, Magnus mfl. *Aksjeloven og allmennaksjeloven*, 3. utgave (Oslo 2012)

### 5.4.2 Artikler

Boye, Knut, «Rabatt ved omsetning av aksjer i ikke-børsnoterte selskaper», *Praktisk økonomi og finans* 2007 s. 79-83

Bråthen, Tore, «Innløsning og utelukkelse av aksjonær», *Nordisk tidsskrift for Selskabsret*, 1999 s. 86-107

Larsen, Ulf, «Fastsettelse av vederlaget ved innløsning av aksjer» *Tidsskrift for forretningsjus*, 2007, s. 270-295

Nedrelid, Audun, «Aksjerettslige verdsettelsesprinsipper – en oversikt», *Tidsskrift for forretningsjus*, 2015 s. 179-213

Nedrelid, Audun, «Virkelig verdi ved innløsning av aksjer – premissene for verdsettelse i Norway Seafoods- og Flesberg-dommene kan begrunnes i samme verdsettelsesprinsipp», *Tidsskrift for forretningsjus*, 2013 s. 198-246

Moljord, Kåre, «Om verdsettelsesprinsipper ved innløsning av aksjer – fra Norway Seafoods til Flesberg – og tilbake», *Nordisk tidsskrift for Selskabsret*, 2015 s. 1-25

Skoghøy, Jens Edvin A., «Reelle hensyn som rettskilde», *Lov og rett*, 2013 s. 257-258

Truyen, Filip, «Vederlaget ved innløsning av aksjer. Hvor langt rekker Flesberg-dommen», *Nordisk tidsskrift for selskabsret*, 2008 s. 62-70.